

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

CINQUANTACINQUESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1984 - 31 MARZO 1985

BASILEA

10 giugno 1985

INDICE

	Pagina
Presentazione	1
I. Nuove sfide alla solidità della ripresa	3
La disoccupazione e l'inflazione (p. 4); i cambiamenti strutturali nei mercati finanziari (p. 5); gli andamenti dei tassi di cambio e gli squilibri esterni (p. 7); la situazione debitoria internazionale (p. 10).	
II. L'evoluzione della ripresa economica e dell'aggiustamento strutturale	12
Aspetti salienti (p. 12); la produzione e la domanda (p. 13); i cicli del PNL ed il settore estero (p. 17); i cicli del PNL e alcune componenti della domanda interna (p. 20); l'inflazione (p. 21); i prezzi delle materie prime, i tassi di cambio e i prezzi all'importazione (p. 23), le retribuzioni e i costi del lavoro (p. 25); l'occupazione e la disoccupazione (p. 27); la crescita della disoccupazione in un'ottica di medio periodo (p. 29), l'occupazione (p. 31); la politica fiscale e la combinazione delle politiche (p. 34); l'azione di ridimensionamento dei disavanzi pubblici nel 1984 (p. 36), gli aspetti internazionali delle varie combinazioni delle politiche (p. 38).	
III. L'evoluzione della struttura dei mercati finanziari	40
Aspetti salienti (p. 40); le variazioni nei saldi finanziari dei settori (p. 41); flussi congiunturali e strutturali (p. 44); gli andamenti nella domanda di credito (p. 46); l'espansione del credito totale (p. 46), i fondi raccolti attraverso il sistema bancario (p. 48); le variazioni nella dimensione e nella composizione del portafoglio per settori (p. 50); rapporti fra ricchezza finanziaria e PNL (p. 50), andamenti della composizione del portafoglio (p. 52); l'evoluzione dei sistemi finanziari: concorrenza e innovazione (p. 57); l'espansione del credito diretto (non intermediato) (p. 57), la risposta concorrenziale (p. 60), la maggiore indeterminatezza delle demarcazioni (p. 61); le implicazioni per la politica economica (p. 63).	
IV. La politica monetaria e i tassi di interesse	66
Aspetti salienti (p. 66); la dinamica della quantità di moneta e l'evoluzione delle strategie di controllo degli aggregati (p. 67); l'interpretazione degli andamenti degli aggregati monetari (p. 72), l'interpretazione degli andamenti del credito (p. 74); l'evoluzione delle strategie basate sugli obiettivi e delle procedure di controllo monetario (p. 75); la specificazione degli obiettivi (p. 76), i meccanismi di controllo diretto del credito (p. 77), la gestione del debito pubblico (p. 78), la manovra del mercato monetario (p. 80); gli obiettivi di tasso di cambio e gli andamenti dei tassi di interesse (p. 82); tassi di interesse a breve (p. 82), tassi di interesse a lungo termine (p. 85), tassi di interesse reali (p. 86), l'interazione delle politiche a livello internazionale (p. 91).	

V. Il commercio e i pagamenti internazionali 92

Aspetti salienti (p. 92); il commercio mondiale (p. 93); gli andamenti complessivi delle bilance dei pagamenti (p. 95); gli andamenti delle bilance dei pagamenti di Stati Uniti e Giappone (p. 97): *Stati Uniti* (p. 97), *Giappone* (p. 104); gli andamenti delle bilance dei pagamenti negli altri paesi del Gruppo dei Dieci (p. 108); gli andamenti delle bilance dei pagamenti negli altri gruppi di paesi (p. 111): *paesi sviluppati esterni al Gruppo dei Dieci* (p. 111), *Europa orientale* (p. 112), *paesi in via di sviluppo non OPEC* (p. 112), *lo stato del processo di aggiustamento nei PVS non OPEC* (p. 115), *paesi OPEC* (p. 115).

VI. I mercati internazionali del credito e dei capitali 117

Aspetti salienti (p. 117); l'andamento dell'attività bancaria internazionale nel 1984 (p. 119): *l'evoluzione degli aggregati complessivi* (p. 119), *gli sviluppi nei singoli centri di mercato* (p. 123), *l'andamento delle operazioni delle banche dichiaranti con i paesi esterni all'area dichiarante* (p. 124); i mercati obbligazionari internazionali (p. 128); i cambiamenti nella struttura dei mercati finanziari internazionali (p. 132); il ruolo dell'ECU nell'attività bancaria internazionale (p. 137); la situazione debitoria internazionale (p. 143).

VII. La scena monetaria internazionale 150

Aspetti salienti (p. 150); gli andamenti dei tassi di cambio (p. 150): *le monete fluttuanti* (p. 150), *la crescente variabilità dei tassi di cambio del dollaro* (p. 156), *l'evoluzione del dollaro in un'ottica di più lungo periodo* (p. 158), *gli andamenti dei tassi di cambio nell'ambito dello SME* (p. 160); la produzione e il mercato dell'oro (p. 164); le riserve e la liquidità internazionale (p. 167).

VIII. L'attività della Banca 174

Lo sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 174); le operazioni del Dipartimento bancario (p. 177): *passivo (composizione delle risorse)* (p. 178), *attivo (impiego delle risorse)* (p. 181), *operazioni a termine in oro* (p. 183); la ripartizione dell'utile netto (p. 183); la Banca come Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio e come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali (p. 184); i cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (p. 184).

Conclusioni 187

* *
*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1985.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati con un asterisco)

Pagina

II. L'evoluzione della ripresa economica e dell'aggiustamento strutturale

Produzione industriale*	14
Variazioni del PNL a prezzi costanti e delle sue componenti	15
Stati Uniti: importazioni di beni e servizi	16
Incidenza relativa delle componenti della domanda sulla crescita del PNL. Raffronto ciclico	18
Tassi di cambio nominali, competitività e crescita delle esportazioni	19
Variazioni dei prezzi al consumo	21
Dinamica dei prezzi al consumo in un contesto ciclico	22
Prezzi delle materie prime e valori unitari delle importazioni*	24
Contributo dei movimenti dei tassi di cambio e dei prezzi delle materie prime alle variazioni dei prezzi all'importazione	25
Costi del lavoro nell'industria e prezzi all'ingrosso	26
Disoccupazione	27
Tassi di disoccupazione*	28
Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione	30
Andamenti tendenziali dell'offerta e della domanda di lavoro, 1960-1984	31
Crescita del PNL in termini nominali e reali	32
Dinamica della disoccupazione, dei salari e degli investimenti fissi*	33
Saldi di bilancio delle Amministrazioni pubbliche	35
Spesa e pagamenti per interessi delle Amministrazioni pubbliche	36

III. L'evoluzione della struttura dei mercati finanziari

Saldi finanziari dei settori*	42
Fondi raccolti dai settori interni non finanziari	47
Variazioni del credito bancario e della quantità di moneta in senso lato	49
Consistenze delle attività e passività finanziarie dei settori Famiglie e Imprese	51
Composizione del portafoglio: Famiglie*	53
Composizione del portafoglio: Imprese non finanziarie*	55
Cambiamenti nella configurazione settoriale del ricorso al credito e nell'inter- mediazione finanziaria*	58

IV. La politica monetaria e i tassi di interesse

Aggregati monetari: obiettivi e andamenti*	68
Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di espansione	69
Aggregati monetari e PNL in termini nominali e reali*	73
Indicatori del mercato monetario*	80
Tassi di interesse a breve ed a lungo termine*	83
Fattori influenti sulla creazione della base monetaria e sui tassi di interesse a breve	85
Tassi di interesse reali a lungo termine	87
Disequilibrio risparmio/investimento, differenziali dei tassi di interesse reali e tassi di cambio reali*	89

V. Il commercio e i pagamenti internazionali

Volume dell'interscambio mondiale; 1981-84*	94
Saldi delle partite correnti; 1982-84	96
Stati Uniti: componenti stimate delle variazioni del saldo commerciale; 1983-84	98
Stati Uniti: variazioni dei saldi commerciali per gruppi di paesi; 1983-84	99
Stati Uniti: bilancia riassuntiva dei movimenti di capitali; 1983-84	100
Stati Uniti: flussi identificati di capitali privati non bancari; 1983-84	101
Stati Uniti: flussi bancari; 1983-84	102
Stati Uniti: distribuzione geografica dei flussi di capitale identificati; 1983-84	103
Giappone: variazioni della bilancia commerciale per gruppi merceologici; 1983-84	105
Giappone: variazioni della bilancia commerciale per aree geografiche; 1983-84	106
Giappone: bilancia dei movimenti di capitali; 1983-84	107
Paesi del Gruppo dei Dieci: struttura dei flussi di capitale; 1983-84	110
Saldi delle partite correnti nei paesi in via di sviluppo non OPEC dell'Asia e dell'America Latina; 1982-84	113
Paesi in via di sviluppo non OPEC: finanziamento dei disavanzi delle partite correnti; 1982-84. Stime	114

VI. I mercati internazionali del credito e dei capitali

Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime): variazioni nelle posizioni creditorie sull'estero delle banche ed emissioni obbligazionarie internazionali	118
Configurazione dell'attività bancaria internazionale; 1980-84	119
Tassi interbancari a tre mesi sui depositi eurovalutari, differenziali e "prime rate" negli Stati Uniti*	121
Andamenti nei singoli paesi dichiaranti; 1981-84	123
Operazioni delle banche dichiaranti con singoli gruppi di PVS non OPEC; 1977-84	125
Flussi tra le banche dichiaranti alla BRI e gruppi di paesi esterni all'area dichiarante; 1978-84. Stime	126
Emissioni obbligazionarie internazionali	129
Tassi di interesse sui depositi in eurovalute e rendimenti delle obbligazioni in dollari USA sui mercati interni e internazionali*	130
Emissioni obbligazionarie internazionali per tipo di strumenti	131
Evoluzione della struttura del mercato finanziario internazionale; 1981-84*	133
L'ECU e l'euromercato (posizioni sull'estero e sull'interno in valute e in ECU)	137
Struttura del mercato bancario dell'ECU	139
Il ruolo dei singoli centri di mercato nelle operazioni bancarie in ECU a fine dicembre 1984	140
Fattori determinanti il fabbisogno di finanziamento ed il ricorso dei PVS non OPEC al credito bancario internazionale; 1974-84*	144
Evoluzione dell'indebitamento internazionale dei PVS non OPEC; 1973-84*	145

VII. La scena monetaria internazionale

Andamenti dei tassi di cambio bilaterali del dollaro USA rispetto ad alcune altre monete; 1983-85*	152
Andamenti dei tassi di cambio effettivi delle monete di alcuni paesi; 1980-85*	155
Variabilità giornaliera di determinati tassi di cambio del dollaro	157
Tassi di cambio bilaterali reali del dollaro e saldo delle partite correnti USA; 1972-85*	158
Tassi di cambio a pronti nel sistema di tassi di cambio dello SME; 1983-85*	161
Indicatori di convergenza e di divergenza all'interno dello SME; 1982-85*	163
Produzione mondiale di oro. Stime	165
Mercato dell'oro: fonti e impieghi. Stime	166
Prezzi di mercato dell'oro in dollari USA, in franchi svizzeri e in rand sudafricani; 1982-85*	167
Variazioni nelle riserve globali; 1982-84	168
Struttura degli impieghi delle riserve valutarie; 1981-84	172

VIII. L'attività della Banca

BRI: Totali di bilancio negli ultimi cinque esercizi finanziari	178
BRI: Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi cinque esercizi finanziari	178
BRI: Origine delle risorse finanziarie esterne	180
BRI: Scadenza e natura delle risorse finanziarie esterne	180
BRI: Composizione delle attività a vista e di altri impieghi	181
BRI: "Depositi vincolati e anticipazioni" e "Altri titoli", suddivisi in base alla vita residua	182

CINQUANTACINQUESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea il 10 giugno 1985

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la cinquantacinquesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1984 e terminato il 31 marzo 1985.

Dopo il trasferimento di franchi oro 2.839.801 all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione", l'utile netto dell'esercizio 1984-85 ammonta a franchi oro 68.366.633 a fronte di franchi oro 67.492.877 del precedente esercizio.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 13.366.633 al pagamento di un dividendo di 145 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 22.000.000 al Fondo di riserva generale e il residuo di franchi oro 33.000.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1984-85 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1985.

I. NUOVE SFIDE ALLA SOLIDITA' DELLA RIPRESA

La ripresa economica nel mondo industrializzato dell'Occidente si trova ora ben addentro al suo terzo anno di esistenza. Essa fu avviata dall'economia statunitense negli ultimi mesi del 1982, e da allora ha continuato a dipendere fortemente da tale fonte. Il processo di ripresa si è ormai diffuso non soltanto a tutti i paesi industriali, ma anche ad una larga parte dei paesi in via di sviluppo.

Non vi possono essere dubbi circa gli effetti grandemente benefici della nuova espansione sull'economia mondiale. Essa ha segnato una svolta rispetto alla più lunga e — in alcuni paesi — più profonda recessione del periodo postbellico. Essa ha visto creare milioni di nuovi posti di lavoro nell'economia statunitense, ed ha quanto meno arrestato il deterioramento della situazione del mercato del lavoro in Europa. Essa ha validamente assecondato l'azione di aggiustamento esterno dei paesi indebitati ed ha contribuito a scongiurare la crisi debitoria. In un contesto siffatto i sistemi bancari dei paesi industriali sono riusciti a rafforzare la loro base di capitale.

Al tempo stesso l'attuale ripresa economica ha palesato alcuni altri aspetti incoraggianti. Fra questi vi sono in primo luogo i risultati alquanto spettacolari conseguiti sul fronte dell'inflazione. In questa occasione non è sorta l'esigenza di far ricorso ad una restrizione antinflazionistica della domanda, che in passato aveva così spesso insidiato le riprese economiche dopo soli pochi anni di crescita. Ciò è in gran parte dovuto alla moderazione nella dinamica dei salari nominali. Inoltre, come corollario dell'andamento alquanto soddisfacente dei costi unitari del lavoro, la redditività delle imprese ha segnato un sostanziale miglioramento nella maggior parte dei paesi industriali. L'attività di investimento si è accelerata, in modo vigoroso negli Stati Uniti, e in misura abbastanza rilevante anche in Giappone e in alcuni paesi dell'Europa occidentale. Al tempo stesso molti governi hanno intrapreso un'azione decisa, spesso accompagnata da successi, tendente a ridurre sia il disavanzo del settore pubblico, sia la dimensione della spesa pubblica, così come si sono adoperati al fine di eliminare o ridurre talune rigidità strutturali presenti sui mercati del lavoro e dei beni. Infine, neppure il forte aumento della variabilità del tasso di cambio del dollaro ed il suo recente deprezzamento sembrano aver finora scosso il favorevole clima economico internazionale, né hanno causato tensioni entro il Sistema monetario europeo.

A fronte di tale quadro nell'insieme confortante — che durante i mesi di crisi del 1982 sarebbe apparso altamente improbabile anche agli osservatori più ottimisti — questa Relazione si propone di considerare taluni punti critici di fondo che potrebbero senz'altro essere fonte di serie difficoltà in futuro. Alcuni di essi potrebbero direttamente compromettere l'attuale crescita economica nei paesi industriali o addirittura determinare una prematura recessione. Altri potrebbero generare una maggiore instabilità e turbolenza finanziaria, che in definitiva condurrebbe alle stesse conseguenze.

In questa Relazione sono portati all'attenzione del lettore quattro punti critici potenzialmente pericolosi: il problema bifronte della disoccupazione e

dell'inflazione; le implicazioni, per la condotta della politica monetaria e per l'attività di vigilanza, di mercati finanziari sempre più integrati a livello internazionale, fortemente innovativi e progressivamente deregolamentati; gli andamenti dei tassi di cambio e gli squilibri esterni fra i paesi industriali; la situazione debitoria internazionale.

La disoccupazione e l'inflazione

Una delle due componenti del primo fra i punti critici indicati è senza dubbio di evidenza immediata, quanto meno nell'Europa occidentale, dove il livello della disoccupazione è tale da chiamare in causa tutti i settori della politica economica. Di percezione meno immediata è invece il fatto che il successo conseguito nella lotta all'inflazione, se commisurato al così vasto sottoutilizzo delle risorse umane, assume una dimensione più modesta, ed è lecito chiedersi quanto tale successo sia in realtà decisivo e duraturo. E' innegabile che, se raffrontata agli alti tassi di inflazione di alcuni anni orsono, la dinamica dei prezzi è stata soddisfacente e fors'anche migliore del previsto. Ma questo relativo successo dell'azione disinflazionistica non deve essere visto disgiunto dagli alti livelli di disoccupazione esistenti, specie nell'Europa occidentale. Anche se per questo aspetto i risultati ottenuti negli Stati Uniti sono stati comparativamente buoni, per varie ragioni difficilmente essi possono essere considerati del tutto soddisfacenti. Finora il tasso di inflazione negli Stati Uniti non si è accelerato, malgrado il cospicuo calo della disoccupazione, ma che cosa accadrebbe se il dollaro dovesse scendere a livelli più normali? D'altra parte, nell'Europa occidentale i risultati sul fronte dell'inflazione sono stati alquanto notevoli, nonostante la sostenutezza del dollaro, ma con quali livelli di disoccupazione? Forse solo il Giappone può vantare a giusto titolo il fatto che né l'inflazione né la disoccupazione costituiscono un problema serio per la propria economia.

Tale situazione solleva quesiti fondamentali, sia a livello di analisi sia in termini di politica economica, che non possono rimanere ancora a lungo senza risposta. Due fatti incongruenti dovrebbero servire da punto di partenza per un approccio innovativo oltremodo necessario in entrambi i campi. Il primo fatto è che nella maggior parte dei paesi occidentali sono in atto ormai da quasi cinque anni politiche macroeconomiche antinflazionistiche, senza tuttavia riuscire ad estirpare l'inflazione. Il secondo è che la ripresa si trova già in una fase avanzata senza aver prodotto molto più che un arresto della crescita della disoccupazione in Europa e un miglioramento solo parziale e disomogeneo negli Stati Uniti. Quel che è peggio, in Europa vi sono scarse prospettive di un calo veramente sostanziale della disoccupazione anche nell'ipotesi che la crescita economica continui a ritmi moderati per alcuni anni a venire.

Questi due fatti congiunti indicano, in termini alquanto espliciti, che qualcosa ha funzionato in modo fondamentale distorto nel processo di formazione dei prezzi in molti paesi industriali occidentali, anzitutto sul mercato del lavoro, ma anche in altri settori. Ossia, i prezzi non assolvono la loro funzione di riequilibrio del mercato in presenza di un eccesso di offerta, mentre reagiscono in modo alquanto rapido ed asimmetrico ad un eccesso di domanda. Quali ne sono le cause? Forse che l'esperienza di un lungo periodo di pieno impiego associato ad una

inflazione strisciante e all'impegno costante delle autorità ad agire in senso antirecessivo ha prodotto una distorsione nelle aspettative circa i prezzi? Oppure il quadro istituzionale in cui operano i mercati del lavoro – salari minimi contrattuali, indennità di disoccupazione generose e protratte nel tempo, elevati costi di riduzione della manodopera in eccesso – ha fundamentalmente alterato il meccanismo di formazione dei salari? Oppure l'indicizzazione ha protetto ampi settori della popolazione dagli effetti di erosione del reddito prodotti dall'inflazione? Oppure i soggetti economici esitano ancora a credere nel fermo orientamento antinflazionistico assunto dalle autorità negli ultimi anni? Oppure essi semplicemente non ritengono che una politica monetaria restrittiva, priva del sostegno di altri settori della politica economica, sia in grado di sradicare l'inflazione?

Sarebbe irragionevole pretendere di conoscere le risposte a questi interrogativi; nondimeno, una importante conclusione sul piano della politica economica appare giustificata: a meno che nella formazione dei prezzi e dei salari non sia ripristinata una maggiore flessibilità nei due sensi, sarebbe vano attendersi che le nostre economie industriali riescano a conseguire un ritmo di crescita sufficientemente rapido da assorbire la disoccupazione in un futuro non lontano. Ma una marcata accelerazione dello sviluppo ottenuta solo in virtù di un allentamento delle politiche macroeconomiche riattizzerebbe molto probabilmente l'inflazione, e ciò porrebbe ben presto fine al processo stesso di crescita economica. D'altra parte, un ritmo di sviluppo abbastanza modesto da consentire di mantenere sotto controllo l'inflazione si accompagnerebbe presumibilmente ad un aumento della produttività piuttosto che dell'occupazione, soprattutto in Europa dove le rigidità sul mercato del lavoro potrebbero senz'altro continuare ad indirizzare la formazione di capitale verso investimenti comportanti risparmio di manodopera. L'amara conclusione è che, date queste caratteristiche dei mercati del lavoro e dei beni, non vi è nessun tipo o combinazione di politica macroeconomica capace di per sé di condurre simultaneamente al pieno impiego e alla stabilità dei prezzi. Oppure, in termini più positivi, la condizione essenziale per ripristinare l'efficacia delle politiche macroeconomiche è una flessibilità molto maggiore dei mercati.

I cambiamenti strutturali nei mercati finanziari

Il secondo punto critico è quello concernente i cambiamenti strutturali in corso già da qualche tempo nell'attività degli intermediari finanziari e nel funzionamento dei mercati dei capitali. Questi cambiamenti sono di tre tipi e, in certa misura, sono fra loro correlati. In primo luogo vi è il processo di innovazione finanziaria, vale a dire la comparsa di nuove tecniche e strumenti finanziari. Esso è intervenuto in risposta ad una serie di stimoli, fra i quali il più importante promana dalla volontà degli operatori di rendere minimi i costi derivanti dall'imposizione fiscale e dai vincoli normativi, nonché di proteggersi dall'incertezza generata da inattese fluttuazioni dei tassi di interesse e di cambio. Il progresso tecnologico facilita in molti casi la realizzazione di idee innovative. Esempi primari di tale innovazione sono la crescente diffusione dei crediti a tasso di interesse fluttuante, le operazioni di *swap* sui tassi di interesse e in valuta, le emissioni di obbligazioni e *notes* collegate a vari impegni di mobilizzo e di sottoscrizione, ed i mercati per la negoziazione di contratti finanziari standardizzati a termine.

Un secondo tipo di cambiamento può essere convenientemente definito come "despecializzazione istituzionale". Si tratta della maggiore indeterminatezza nella demarcazione fra le diverse categorie di istituzioni finanziarie oppure fra il ruolo delle istituzioni finanziarie stesse e quello dei mercati aperti. In parte questo processo ha avuto luogo in modo graduale, entro il quadro normativo esistente, spesso proprio a causa del fatto che i nuovi strumenti sono stati impiegati simultaneamente da differenti categorie di intermediari finanziari. Un altro impulso alla "despecializzazione" è provenuto dalle deliberate iniziative delle autorità verso la deregolamentazione. Un ulteriore fattore è dato dalla rapida crescita del risparmio finanziario e dai connessi tentativi delle singole istituzioni finanziarie di ampliare la gamma di servizi offerti alla clientela.

Un terzo tipo di cambiamento strutturale che ha inciso sull'attività degli intermediari e dei mercati è costituito dalla loro internazionalizzazione, un processo questo che aveva preso avvio negli anni sessanta e che potrebbe ora già essere in fase di rallentamento. Esso ha comunque raggiunto proporzioni tali da modificare radicalmente la natura dell'intermediazione finanziaria. Nel senso più ampio, ciò può essere osservato nell'enorme espansione dei flussi internazionali di capitali, con conseguenze appariscenti sull'andamento dei tassi di cambio, come si dirà in seguito. Più specificamente, il processo di internazionalizzazione ha riguardato in modo assai evidente i sistemi bancari dei paesi industriali. L'esposizione internazionale delle banche è cresciuta enormemente nel corso degli ultimi quindici anni. Ciò si rispecchia nell'elevata quota delle attività e passività esterne sul totale di bilancio, nella proporzione spesso ancora crescente delle posizioni denominate in valute estere, nel ricorso talvolta ingente al finanziamento interbancario internazionale e nell'elevato rapporto fra i crediti esposti al rischio-paese e la base di capitale.

Questi cambiamenti hanno implicazioni vaste e profonde, che toccano l'intero contesto entro cui operano i mercati e gli intermediari finanziari. Ciò vale in particolare per gli Stati Uniti ed il Regno Unito, benché gli effetti si siano fatti sentire fortemente anche sui sistemi finanziari di altri paesi industriali, se non altro attraverso le innovazioni su vasta scala che si presentano nel settore internazionale della loro attività. Al tempo stesso, tutti i sistemi finanziari hanno dovuto convivere con un processo di disinflazione che, quasi per definizione, reca con sé contraccolpi e rischi a livello sia interno sia internazionale, nonché con ampie fluttuazioni dei tassi di interesse ed un forte aumento dell'instabilità dei cambi. Si tratta di una situazione che non ha precedenti storici, così che la passata esperienza non può fornire alcuna guida all'analisi.

Un aspetto positivo di questi cambiamenti strutturali è che essi conducono tutti ad una più serrata concorrenza e all'offerta alla clientela non finanziaria di servizi finanziari più differenziati e meglio congegnati. In breve, essi dovrebbero tendere ad abbassare i costi delle transazioni ed a migliorare l'efficienza allocativa dei mercati finanziari. Tuttavia, tali cambiamenti fanno altresì sorgere taluni interrogativi di non poco conto, fra i quali due emergono in modo alquanto netto. Il primo riguarda l'efficacia operativa della politica monetaria, specie in quei paesi che hanno adottato gli aggregati monetari come obiettivi intermedi. Con l'ampliarsi della gamma degli strumenti creditizi e l'accresciuta indeterminatezza delle linee di demarcazione fra le istituzioni, è diventato difficile stabilire quali passività di quali istituzioni debbano essere scelte come variabile di obiettivo da parte delle autorità;

e data la maggiore sostituibilità delle varie attività finanziarie, l'osservanza dei valori di obiettivo è divenuta un compito ancora più arduo. Inoltre, i meccanismi di trasmissione, ossia i modi in cui l'obiettivo intermedio influisce sull'economia "reale", potrebbero parimenti risentire dell'evoluzione del contesto finanziario. Non è affatto certo, ad esempio, in quale maniera ed in che misura i tassi di interesse fluttuanti, o la possibilità di coprirsi contro il rischio delle variazioni dei tassi di interesse mediante i *financial futures*, incidano sulle decisioni di investimento. In sintesi, la bella semplicità dell'approccio incentrato sugli obiettivi monetari — se mai tale approccio fu semplice — potrebbe ben lasciare il posto a tutta una serie di difficoltà tecniche tali da pregiudicare uno dei suoi vantaggi principali ossia la capacità di influire sulle aspettative inflazionistiche degli operatori economici. In siffatte circostanze, la credibilità dell'azione monetaria verrebbe a dipendere in misura crescente dai risultati finali conseguiti, il che pone un onere invero assai gravoso sulle spalle della politica monetaria.

Il secondo interrogativo che sorge da questi cambiamenti riguarda il loro effetto potenziale sulla stabilità finanziaria. E' ben possibile che un mercato finanziario completamente deregolamentato, fortemente concorrenziale ed innovativo abbia una stabilità pari, o forse addirittura superiore, a quella di un mercato che operi sotto norme stringenti imposte dalla tradizione o dalla normativa ufficiale, benché tale ipotesi ottimistica — come dianzi osservato — possa basarsi soltanto sulla teoria e non sull'esperienza passata. Ad ogni modo ciò esula dal contesto attuale. La deregolamentazione e l'innovazione, specialmente in un contesto internazionale, non produrranno un mercato totalmente libero da un giorno all'altro. Esse sono parte di un lungo processo che dovrebbe apportare sostanziali cambiamenti nella redditività di intere categorie di intermediari finanziari, sottoporre i quadri direttivi ad un duro periodo di apprendimento e di adeguamento, ed offuscare la trasparenza delle istituzioni, delle operazioni e dei mercati finanziari, che pure è di essenziale importanza per le decisioni degli operatori economici comportanti l'assunzione di rischio. La politica di vigilanza, sulla quale si deve fare affidamento per un'azione correttiva in senso stabilizzante, ha dinanzi a sé un arduo compito in un tale periodo di transizione.

Gli andamenti dei tassi di cambio e gli squilibri esterni

Una delle caratteristiche di maggiore spicco del 1984 e dei primi mesi del 1985 è stata la combinazione di un dollaro molto forte e di un disavanzo crescente delle partite correnti USA. Fra il gennaio del 1980 e l'inizio di marzo del 1985 il tasso di cambio effettivo reale del dollaro è aumentato di quasi il 60%; circa un quarto di questo apprezzamento si è avuto fra il giugno 1984 e gli inizi del febbraio 1985. Il disavanzo delle partite correnti USA per il 1984 ha raggiunto l'enorme cifra di \$ 100 miliardi, sebbene in rapporto al prodotto nazionale lordo degli Stati Uniti essa sia pari "solo" al 2,75%, una percentuale paragonabile a quella dell'avanzo delle partite correnti del Giappone.

Le ragioni alla base di questi sviluppi sono, fino a un certo punto, piuttosto evidenti e non controverse. Una parte dello squilibrio esterno degli Stati Uniti — forse addirittura la metà — è dovuta al fondamentale ruolo di guida svolto dall'economia americana nei confronti del resto del mondo industrializzato. Molte

industrie statunitensi hanno risentito del protezionismo in altri paesi, ma ciò non costituisce certo un fatto nuovo e, pertanto, è improbabile che esso sia una delle cause principali del peggioramento dei conti con l'estero degli Stati Uniti. In larga parte questo deterioramento è stato causato dall'apprezzamento del dollaro, che ha fortemente compromesso la competitività di tutto il settore dei beni esposti alla concorrenza internazionale. Poiché l'apprezzamento del dollaro si è accompagnato ad un crescente disavanzo nella bilancia dei beni e servizi, esso può essere spiegato soltanto dall'intensità degli afflussi di capitale.

E' a questo punto che l'analisi diventa controversa. Alcuni sostengono che l'attrattiva del dollaro ha rispecchiato quella esercitata dagli Stati Uniti come approdo di investimenti. Per effetto delle riduzioni fiscali e delle politiche dell'offerta attuate dall'Amministrazione, e della conseguente forte crescita dell'economia USA, le prospettive in termini di rendimento degli investimenti negli Stati Uniti sono divenute molto più favorevoli che altrove. Una prova a sostegno di questa tesi può essere vista nella vigorosa ripresa degli stessi investimenti interni negli Stati Uniti.

Altri sottolineano piuttosto il ruolo dei tassi di interesse e del disavanzo pubblico USA. In tal caso l'attrattiva del dollaro sarebbe stata alimentata dall'esistenza di un differenziale continuo, anche se fluttuante, dei tassi di interesse — sia a lungo che a breve termine — a favore delle attività finanziarie denominate in dollari. Secondo questa tesi, l'elevato livello dei tassi di interesse nominali e reali negli Stati Uniti dovrebbe essere attribuito in primo luogo all'ampia e crescente componente "strutturale" del disavanzo di bilancio USA. Allo stesso tempo una forte domanda interna di credito, congiuntamente alla riluttanza delle banche statunitensi ad espandere le proprie attività esterne verso i paesi ad alto rischio con lo stesso ritmo di alcuni anni orsono, ha indotto un afflusso di fondi verso gli Stati Uniti attraverso il canale bancario. I movimenti di capitale nella bilancia dei pagamenti USA sembrano convalidare questa interpretazione: essi mostrano infatti che il settore bancario ha effettivamente contribuito in modo massiccio agli afflussi di fondi negli Stati Uniti; mostrano altresì che il ruolo dei flussi finanziari sensibili ai tassi di interesse è stato molto più importante di quello degli investimenti diretti o in titoli azionari. Infine, è altresì possibile sostenere, in particolare se si considera il forte aumento della variabilità del dollaro nei primi mesi del 1985, che un tasso di cambio, allorché si muove su livelli così disgiunti dai fattori fondamentali, può acquisire una dinamica a sé stante, ossia, in altri termini, che la speculazione può per un certo periodo divenire una forza che si autoalimenta.

Queste differenze nell'analisi influenzano naturalmente la posizione circa gli approcci di politica economica. Esse non sono forse così cruciali quando si tratta di valutare i pericoli insiti nella situazione attuale. Tali pericoli sono di tre ordini.

La prima e più immediata fonte di preoccupazione concerne la situazione del settore dei prodotti a mercato internazionale negli Stati Uniti stessi. La tendenza ascendente del dollaro ed il peggioramento del saldo esterno corrente USA sono riflessi nel fatto che la forte espansione della domanda interna non ha avuto quasi alcun effetto di stimolo sulla produzione dei beni soggetti alla concorrenza mondiale. Ad esempio, la produzione industriale negli Stati Uniti è rimasta pressoché invariata nei dieci mesi fino al marzo 1985, così che gran parte dell'effetto di stimolo sull'occupazione derivato dalla ripresa americana è andata a profitto di quei settori — principalmente i servizi — che non sono esposti alla concorrenza estera.

Ciò fa sorgere giustificate preoccupazioni circa le conseguenze sui movimenti nel mercato del lavoro, nel più lungo periodo, di un ritorno dei tassi di cambio a livelli più normali. Intanto, il timore più immediato riguarda l'ondata di pressioni protezionistiche che si è sviluppata negli Stati Uniti e che potrebbe nuocere seriamente al futuro sviluppo del commercio mondiale. Tuttavia, nel complesso, l'Amministrazione saggiamente si è opposta finora, con successo, a tali pressioni.

Assumendo che questa opposizione continui ad essere efficace, la seconda preoccupazione — espressa al di fuori degli Stati Uniti — circa le conseguenze di un elevato corso del dollaro per il resto del mondo non dovrebbe venire esagerata. E' vero che in molti paesi industriali la forza del dollaro ha generato spinte al rialzo sui prezzi alle importazioni, ostacolando così le politiche disinflazionistiche ivi attuate, anche se questo influsso è stato in una certa misura mitigato dalla corrispondente debolezza dei prezzi in dollari delle materie prime. E' anche vero che, in queste circostanze, lo sganciamento dei tassi di interesse non ha potuto essere così efficace come sarebbe stato auspicabile, data la debolezza della domanda interna di investimenti in alcuni paesi industriali. I tassi di interesse reali sono pertanto rimasti relativamente elevati anche al di fuori degli Stati Uniti. Ma entrambe queste influenze sfavorevoli provenienti dagli Stati Uniti sono state più che compensate dai benefici procurati al resto del mondo dal ruolo di "locomotiva" dell'economia USA, senza il quale non vi sarebbe stata alcuna ripresa nell'interscambio mondiale, e dall'enorme disavanzo corrente USA, senza il quale l'azione di aggiustamento esterno nei paesi deficitari sarebbe stata meno efficace ed allo stesso tempo più dolorosa.

I veri timori a livello internazionale dovrebbero riguardare non tanto il presente quanto il futuro, ossia gli effetti potenzialmente destabilizzanti degli sviluppi dell'attuale situazione. E' chiaro che l'attuale livello del disavanzo corrente USA non è sostenibile: esso implica infatti il rapido deteriorarsi della posizione finanziaria sull'estero degli Stati Uniti, che ha già portato il paese più ricco del mondo nella situazione di debitore netto. Nessuno può prevedere i limiti quantitativi e temporali di una tale evoluzione, ma non vi sono dubbi sul fatto che essi esistano. Dato l'elevato grado di integrazione dei mercati finanziari internazionali e la velocità alla quale solitamente i mercati delle attività finanziarie si adeguano al variare delle aspettative, il pericolo risiede nel fatto che gli operatori economici riconsiderino improvvisamente i vantaggi di un'ulteriore accumulazione di attività denominate in dollari. Se questo processo dovesse superare certi limiti, il livello dei tassi di interesse interni degli Stati Uniti ne sarebbe necessariamente influenzato, dato il massiccio ruolo svolto dai flussi di capitali esterni nel finanziare l'economia statunitense. Poiché i mercati dei beni e servizi non reagiscono rapidamente, il disavanzo dei pagamenti correnti è relativamente rigido e pertanto sarà finanziato da afflussi di capitale. Ma a quali livelli di tasso di interesse e di cambio? Al prezzo di quali contraccolpi sul piano reale o finanziario? E cosa accadrebbe se questo aggiustamento dovesse coincidere con un naturale rallentamento, o addirittura con una recessione, dell'economia americana? Forse che ciò non impedirebbe qualsiasi sostanziale calo dei tassi di interesse statunitensi, così essenziale per mitigare l'impatto a livello interno ed internazionale di un indebolimento dell'attività economica negli Stati Uniti?

Al momento di dare alle stampe questa Relazione — il 13 maggio — il dollaro era diminuito dell'8% su base effettiva rispetto al massimo raggiunto nella seconda

metà di febbraio e aveva perso ancor più terreno nei confronti della sterlina e delle principali valute dello SME. Nonostante che la sua diminuzione sia stata talvolta brusca, con un marcato aumento della variabilità giornaliera e persino di ora in ora, essa non ha ancora messo in movimento una tale sequenza di eventi potenzialmente destabilizzante. E' inoltre impossibile valutare la probabilità che ciò accada in futuro: non può infatti essere esclusa la possibilità di un calo graduale e ordinato dal livello attuale, ancora elevato e difficilmente sostenibile, del tasso di cambio. Ma la posta in gioco è alta, ed è compito dei responsabili della politica economica fare di tutto per evitare perturbazioni finanziarie del tipo di quelle descritte in precedenza, sebbene nessuno possa valutare — anche approssimativamente — il grado di probabilità di un tale evento. Preparare il terreno per un rientro ordinato dello squilibrio esterno degli Stati Uniti dovrebbe costituire un punto prioritario nell'ordine del giorno della politica economica.

La situazione debitoria internazionale

Gli sviluppi positivi della situazione debitoria internazionale, che erano stati rilevati nella Relazione dello scorso anno, si sono da allora consolidati. Il processo di negoziazione tra i maggiori paesi debitori e le banche per la ristrutturazione del debito e l'erogazione di finanziamenti, sotto l'egida del Fondo Monetario Internazionale, si è svolto nel complesso in modo ordinato. Gli ostacoli non sono stati facili da sormontare, ma è prevalso infine il senso di responsabilità in entrambe le parti contraenti. La conclusione di questi accordi non sarebbe stata possibile se non fossero proseguiti gli sforzi di aggiustamento esterno da parte di molti paesi debitori. Naturalmente, il loro successo nel conseguire eccedenze commerciali spesso molto ampie è dovuto in buona parte alla vigorosa crescita della domanda interna negli Stati Uniti e al cospicuo disavanzo nella bilancia commerciale americana, nonché alla generale ripresa economica nei restanti paesi industriali. Nello stesso tempo, i singoli paesi debitori hanno continuato a presentare marcate differenze nell'ampiezza e natura della loro azione di aggiustamento e nei risultati da essa conseguiti, un aspetto che sta ad indicare come fosse giustificato l'approccio differenziato finora seguito nell'affrontare il problema debitorio.

Nonostante questi progressi, tuttavia, si può difficilmente affermare che i problemi incontrati da alcuni paesi debitori, fortemente concentrati nell'America Latina e in Africa, abbiano trovato una soluzione durevole. Le ragioni di questo richiamo alla cautela si basano sia sulla situazione interna dei paesi in questione sia sui possibili sviluppi del contesto internazionale.

I problemi interni dei paesi indebitati dell'Africa si differenziano totalmente da quelli dei paesi dell'America Latina. Molti paesi africani si trovano a dover affrontare l'onere dell'aggiustamento esterno in una situazione caratterizzata da ampi settori della popolazione in condizioni di assoluta povertà, da un'economia agricola afflitta dalla siccità e da un lungo passato di cattiva gestione economica, che hanno trasformato un seppur timido processo di sviluppo in un processo di decadenza economica. In siffatta situazione, qualsiasi possibile azione a breve termine di aggiustamento interno dovrebbe procedere di pari passo con una politica economica orientata allo sviluppo nel lungo periodo, con il sostegno dell'assistenza internazionale.

La maggior parte dei paesi debitori dell'America Latina si trova in una fase di sviluppo già abbastanza avanzata, dispone di ampie risorse umane qualificate, di una base industriale più o meno diversificata, e molti di essi posseggono anche abbondanti risorse naturali fra le quali, in alcuni casi, fonti d'energia. Essi hanno altresì dimostrato di saper riequilibrare prontamente la loro bilancia commerciale. Rimane tuttavia il fondato timore che l'aggiustamento esterno non sia stato accompagnato da misure di aggiustamento interno sufficienti a renderlo duraturo. Vi sono due motivi di preoccupazione, la cui importanza relativa varia a seconda dei paesi. Il primo è l'inflazione, che in molti dei paesi in questione procede ancora praticamente incontrollata, e di fatto in alcuni di essi la situazione è addirittura peggiorata. Vi è per lo meno da dubitare che un duraturo aggiustamento esterno sia possibile fintantoché questo problema, con ciò che ne sta alla base in termini di politiche monetarie condiscendenti, tassi di interesse reali negativi e indicizzazione dei salari, non verrà affrontato con risolutezza. Il secondo è il persistere, in netto contrasto con quanto avvenuto nei paesi asiatici, di una politica industriale proiettata verso l'interno, protezionistica, che mira a sostituire le importazioni, piuttosto che a potenziare le esportazioni. In taluni paesi si hanno indicazioni di una evoluzione positiva, ma esse sono lungi dall'essere generalizzate.

Ciò premesso, le dimensioni stesse che il problema debitorio presenta in gran parte dell'America Latina e in alcuni paesi di altre aree geografiche sono tali che il processo di aggiustamento, indipendentemente dalla sua intensità e natura, potrà produrre risultati duraturi solo a condizione che il contesto economico internazionale rimanga relativamente favorevole. Nel caso dei paesi più pesantemente indebitati, il debito esterno ammonta a oltre un triplo dei proventi annui delle esportazioni. Con un onere per interessi dell'11-12% all'anno, ciò significa che il completo riequilibrio della bilancia delle partite correnti, ossia la capacità di far fronte ai pagamenti in conto interessi senza accrescere il debito estero, implica un saldo corrente positivo (esclusi gli esborsi per interessi) pari ad oltre un terzo degli introiti da esportazioni. Lo scorso anno tale rapporto è in media leggermente migliorato, il che conforta la tesi secondo cui, anche nei casi di più elevato indebitamento esterno, l'effetto propulsivo dell'economia statunitense ha sopravanzato gli influssi negativi degli alti tassi di interesse sul dollaro. E' di vitale importanza che questo andamento non subisca un'inversione, bensì, se possibile, proceda ulteriormente. Ciò pone in tutta la sua evidenza la necessità di un "atterraggio morbido" dell'economia americana, di una situazione, cioè, in cui gli effetti a livello mondiale di un rallentamento della crescita economica negli Stati Uniti siano compensati in ampia misura da una migliore dinamica dello sviluppo nei restanti paesi industriali, accompagnata da un calo dei tassi di interesse sul dollaro.

Tuttavia, anche nell'ipotesi che ciò avvenga, le cifre indicano chiaramente che la maggior parte dei paesi più pesantemente indebitati non può pervenire ad un equilibrio esterno sostenibile facendo esclusivamente affidamento su una favorevole evoluzione delle partite correnti. Questi paesi necessitano altresì di un'inversione positiva nei flussi spontanei di capitali, di natura tale da non accrescere gli esborsi per interessi sul debito esterno. Vi sono due tipi di flussi di capitali che adempirebbero questa funzione: gli investimenti diretti e in azioni e il rientro dei capitali espatriati. Entrambi dipendono fortemente dall'instaurazione di un clima di fiducia, il quale presuppone in via primaria un'appropriata impostazione delle politiche interne.

II. L'EVOLUZIONE DELLA RIPRESA ECONOMICA E DELL'AGGIUSTAMENTO STRUTTURALE

Aspetti salienti

A prima vista il 1984 si presenta come uno degli anni migliori che il mondo industrializzato abbia conosciuto negli ultimi tempi. La crescita economica nei paesi del Gruppo dei Dieci, pari in media a quasi il 5%, ha segnato uno dei valori più alti dal 1973, ed al tempo stesso alcuni ulteriori progressi sono stati compiuti nella lotta contro l'inflazione.

D'altra parte, si è ancora ampliato il disequilibrio a livello internazionale e in Europa la disoccupazione è rimasta su valori elevati. Conseguentemente l'attenzione si è concentrata in misura crescente sull'antinomia delle politiche macroeconomiche poste in atto negli Stati Uniti e in Europa. Secondo una delle tesi a confronto, l'approccio di politica economica degli Stati Uniti sarebbe fundamentalmente sano e potrebbe forse essere "esportabile". Un'altra tesi sottolinea invece il rischio — per il mondo nel complesso — insito nei disavanzi di bilancio e dei pagamenti correnti USA, nonché la necessità che gli altri paesi persistano nelle politiche a medio termine di aggiustamento strutturale.

Lo scorso anno gli Stati Uniti hanno continuato a guidare la ripresa così come era avvenuto nel 1983. La crescita estremamente rapida della domanda interna si è aggiunta agli effetti dell'ulteriore apprezzamento del dollaro nell'impartire un impulso espansivo eccezionalmente vigoroso al resto del mondo. Gli effetti sono stati percepiti particolarmente in Giappone e Canada. Anche in Europa si è avuta un'accelerazione della crescita, che tuttavia è rimasta su valori mediamente contenuti. Il rallentamento della crescita economica negli Stati Uniti, iniziato alla metà del 1984 e divenuto più palese agli inizi di quest'anno, ha suscitato pertanto una certa preoccupazione.

Nel 1984 l'inflazione ha avuto la tendenza a mantenersi bassa, oppure a ridursi ulteriormente laddove essa era ancora a livelli elevati. Ciò è valso in particolare per alcuni paesi europei, nonostante la debolezza del tasso di cambio. Oltre a mostrare un inatteso grado di cedevolezza di fondo, i prezzi in dollari delle materie prime paiono essersi adeguati in certa misura alle variazioni di valore del loro numerario. Un aspetto ancora più importante, anche in termini potenziali, è la persistente moderazione della dinamica salariale, che si è accompagnata ad un'ulteriore ricostituzione dei margini di profitto.

Dopo il forte calo del 1983, lo scorso anno la disoccupazione negli Stati Uniti si è ridotta ad un ritmo più lento. In Europa, per contro, non sono ancora stati ottenuti grossi successi nel ridurre gli alti livelli di disoccupazione, anche se in alcuni casi ha ripreso ad aumentare il numero degli occupati.

Nel problema della disoccupazione in Europa hanno un ruolo importante fattori di lungo periodo connessi alle politiche fiscali, all'andamento demografico ed ai costi salariali. In considerazione delle politiche strutturali in atto, è possibile che per un certo tempo ancora la crescita economica debba in parte dipendere dallo stimolo proveniente dai mercati esterni. In tal caso — e data l'instabilità del dollaro

manifestatasi in marzo e in aprile – appare essenziale affrontare tempestivamente il disequilibrio delle politiche negli Stati Uniti. Una correzione in tal senso della politica economica potrebbe scongiurare il rischio che l'insorgere di sviluppi destabilizzanti negli Stati Uniti stessi comporti una brusca inversione degli impulsi che il resto del mondo ha ricevuto da questa fonte negli ultimi due anni.

A loro volta, potrebbero essere così portati avanti gli interventi di più lungo periodo, indirizzati in particolare al controllo della spesa pubblica, alla riduzione dell'imposizione fiscale e ad una maggiore flessibilità del mercato del lavoro, al fine di rafforzare le capacità di autosostentamento della ripresa europea.

La produzione e la domanda

Lo scorso anno la produzione totale nei paesi del Gruppo dei Dieci è aumentata mediamente di quasi il 5% ; ciò costituisce uno dei migliori risultati annui dal 1973. Tale aumento costituisce inoltre un'ulteriore accelerazione della ripresa economica che già era in atto nel 1983. Nel primo semestre l'espansione è stata particolarmente vigorosa negli Stati Uniti, con un tasso su base annua di circa l'8,25%. In realtà, è possibile che, per l'insieme dei paesi industriali, risulti ora già superata la punta massima di crescita dell'attuale fase espansiva. Tuttavia, i timori di un serio rallentamento dell'economia americana seguiti alla pubblicazione dei dati sul PNL per il terzo trimestre – in forte calo – sono risultati prematuri. Il tasso di crescita in ragione annua, dopo essere sceso all'1,75% in quel trimestre, è rimbalzato al 4,25% nei tre mesi successivi. Nel primo trimestre 1985, tuttavia, si sono avute indicazioni che sembrano segnalare più chiaramente un rallentamento di fondo della crescita americana.

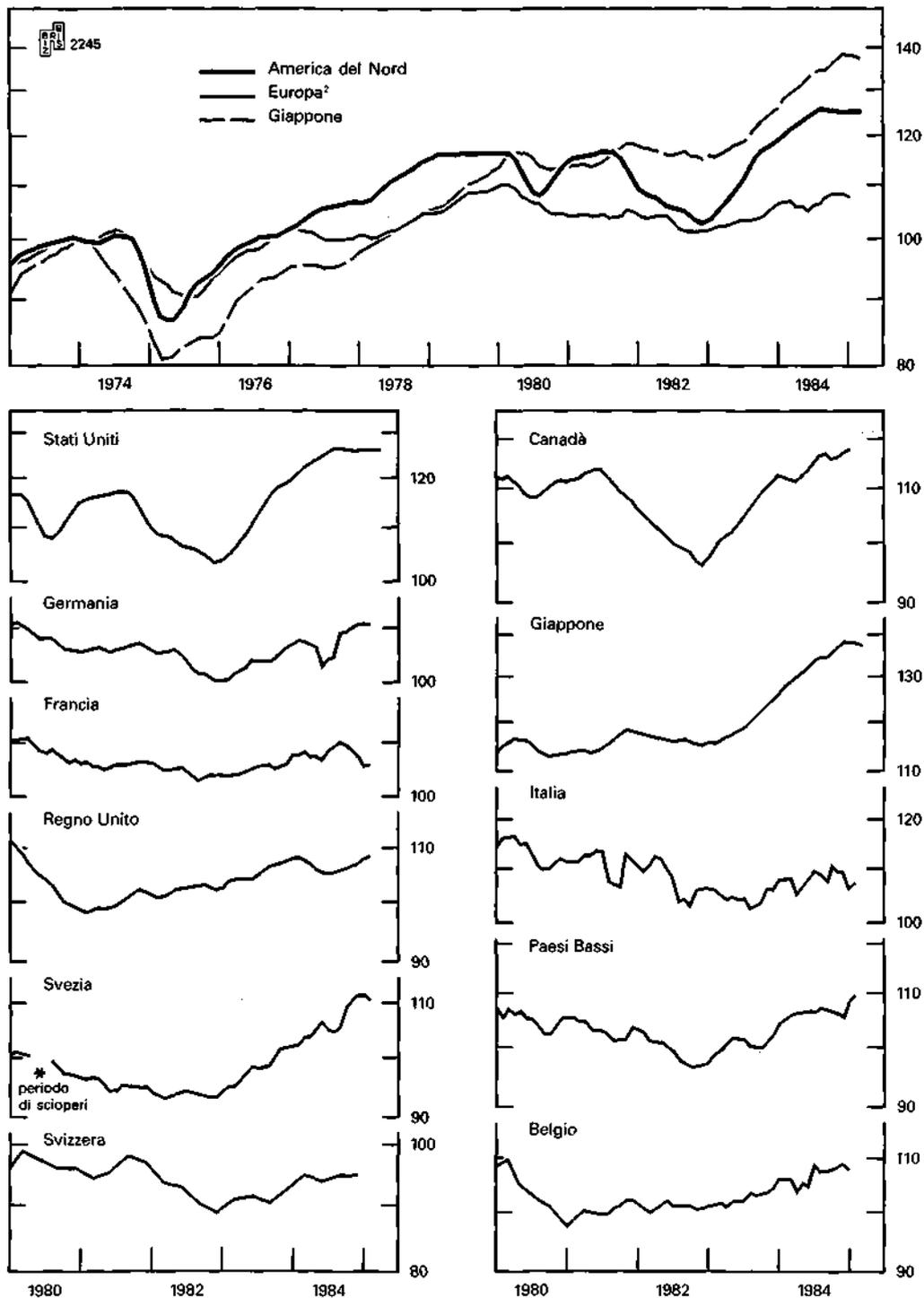
Gli effetti a breve termine della politica fiscale dal lato della domanda hanno senza dubbio avuto un peso nella recente fase espansiva negli Stati Uniti. E' però importante che essi non vengano sopravvalutati, né considerati prescindendo dalle caratteristiche strutturali di più lungo periodo dell'economia americana o da un più ampio contesto di politiche economiche. In primo luogo va anche considerata la politica monetaria, che ha contribuito in maniera decisiva al successo conseguito nel ridurre l'inflazione dopo il 1979. A sua volta, ciò ha reso al tempo stesso possibile ed efficace il relativo allentamento dell'indirizzo monetario attuato nel secondo semestre del 1982. Su un piano più strutturale, un ulteriore aspetto da non trascurare è una certa resilienza di fondo, dal lato dell'offerta, dell'economia statunitense, che il quadro complessivo della politica economica ha di recente cercato di rivitalizzare e rafforzare.

Al di fuori degli Stati Uniti, lo scorso anno la crescita economica è stata relativamente sostenuta anche in Giappone e Canada (cfr. la tabella a pagina 15). In entrambi i paesi hanno avuto un ruolo importante le esportazioni, cui si sono aggiunti nel caso del Giappone gli investimenti fissi delle imprese.

In Europa l'accelerazione della crescita è stata più modesta, essendo passata da una media dell'1,25% nel 1983 al 2,5% lo scorso anno. La domanda di esportazioni ha costituito ovviamente un importante fattore propulsivo, soprattutto in Germania (dove il totale delle esportazioni in volume è aumentato di circa il 10,5% da quarto trimestre a quarto trimestre). Inoltre, in quei paesi che hanno compiuto i maggiori

Produzione industriale¹

Dicembre 1973 = 100



¹ Medie mobili di tre mesi; gli indici per l'America del Nord e per l'Europa sono stati calcolati impiegando pesi proporzionali al PIL e tassi di cambio dell'anno precedente. ² Comprende Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera e Regno Unito.

Variazioni del PNL a prezzi costanti e delle sue componenti¹

Paesi	Anni	PNL a prezzi costanti	Consumi		Investimenti fissi lordi			Esportazioni	Importazioni	Variazioni delle scorte ²
			privati	pubblici	privati	escluse abitazioni	abitazioni				pubblici
variazioni percentuali annue a prezzi costanti										
Stati Uniti	1981	2,5	2,0	0,9 ³	5,5	- 5,5		0,7	7,0	1,1
	1982	- 2,1	1,3	2,0 ³	- 4,7	-15,0		- 7,8	1,3	- 1,4
	1983	3,7	4,8	- 0,3 ³	2,5	41,7		- 5,6	7,6	0,5
	1984	6,8	5,3	3,5 ³	19,8	12,2		4,7	27,0	1,9
	1984 IV	5,7	4,2	7,6 ³	15,8	2,4		4,3	15,4	0,6
Giappone	1981	4,1	0,7	5,2	5,6	- 2,5	4,3	15,9	5,4	- 0,1
	1982	3,4	4,3	1,8	3,7	- 0,6	0,4	3,6	2,7	0,0
	1983	3,4	3,4	3,0	3,3	- 5,6	- 0,4	4,6	- 4,5	- 0,5
	1984	5,7	2,7	2,2	11,1	- 1,1	- 1,6	18,1	12,5	0,3
	1984 IV	6,4	2,2	2,1	12,5	0,9	- 0,9	17,7	7,2	0,1
Germania	1981	- 0,2	- 0,6	1,5	- 2,8	- 4,5	- 8,7	8,4	0,7	- 1,6
	1982	- 1,0	- 1,4	- 1,0	- 3,7	- 4,2	- 9,3	4,6	2,2	0,0
	1983	1,3	1,1	0,2	5,0	4,7	- 8,2	- 1,3	0,5	0,7
	1984	2,6	0,6	2,0	1,3	2,4	- 1,4	7,9	5,7	0,6
	1984 IV	2,8	0,3	3,0		1,4 ⁴		10,4	4,9	- 0,2
Francia	1981	0,2	2,0	2,2	- 2,4	- 0,1	- 1,8	5,3	1,6	- 1,8
	1982	2,0	3,5	2,6	- 0,4	- 3,4	5,6	- 2,2	6,3	1,6
	1983	0,7	1,1	1,8	- 2,4	- 2,6	2,2	3,8	- 0,7	- 1,9
	1984	1,8	0,5	0,9	0,4	- 6,0	- 3,0	6,9	2,9	0,9
	1984 IV	2,0	0,0	0,1	- 0,1	- 6,4	- 0,7	4,6	3,9	2,2
Regno Unito ⁵ . .	1981	- 1,4	- 0,3	0,2	- 5,7	- 5,6	-16,3	- 1,8	- 3,4	0,1
	1982	2,0	0,8	0,7	9,1	9,2	0,1	1,0	3,9	0,7
	1983	3,1	3,9	2,5	- 1,3	9,6	12,5	1,4	5,5	0,7
	1984	2,4	1,5	1,0	11,6	1,0	3,7	6,5	8,7	- 0,4
	1984 IV	2,3	1,0	1,5	13,9	- 4,4	- 5,2	9,5	9,8	0,2
Italia	1981	0,2	0,5	3,3		0,0 ⁴		5,2	- 5,3	- 3,1
	1982	- 0,5	0,5	2,6		- 5,2 ⁴		0,7	1,5	0,0
	1983	- 0,4	- 0,3	2,4		- 3,8 ⁴		3,3	0,1	- 0,7
	1984	2,6	1,8	2,7		4,1 ⁴		7,0	9,6	0,6
	1984 IV	1,7	2,4			5,4 ⁴		6,1	12,2	.
Canada	1981	3,3	1,7	2,5	7,7	3,9	2,4	3,1	4,5	1,0
	1982	- 4,4	- 2,0	0,7	- 9,1	-21,0	4,2	- 1,6	-11,2	- 3,3
	1983	3,3	3,1	0,3	-12,4	24,7	1,1	6,4	8,1	2,6
	1984	4,7	3,4	2,8	0,5	- 3,8	7,0	19,7	15,5	0,6
	1984 IV	3,7	3,1	2,0	0,4	1,2	7,4	12,5	5,9	- 0,7
Totale Gruppo dei Dieci ⁶ . . .	1981	1,8	1,2	1,7		0,8		4,9	1,5	0,0
	1982	- 0,5	1,4	1,4		- 3,0		- 0,4	1,7	- 0,6
	1983	2,7	3,3	0,8		3,7		1,0	2,5	0,2
	1984	4,9	3,4	2,9		8,5		8,5	12,1	1,1
	1984 IV ⁷	4,7	2,8	4,8		7,5		9,0	9,3	.

¹ Le cifre per il 1984 sono ancora provvisorie; quelle relative al quarto trimestre si riferiscono a variazioni su quattro trimestri. ² In percentuale sul PNL dell'anno precedente. ³ Comprende gli investimenti pubblici. ⁴ Totale investimenti fissi. ⁵ I dati relativi al PNL indicano le variazioni delle medie stimate. ⁶ Medie ponderate sulla base del PNL e dei tassi di cambio del 1982. ⁷ Solo i sette paesi maggiori.

progressi verso gli obiettivi di politica fiscale di più lungo periodo, è ora diminuito il grado di restrizione di bilancio, con i suoi effetti concomitanti a breve termine sulla domanda.

Ciò premesso, resta tuttavia il fatto che, specialmente in contrasto con gli Stati Uniti, in generale l'azione delle autorità europee ha continuato ad essere indotta dalla necessità di procedere ulteriormente nella riduzione dei disavanzi di bilancio.

Ma, mentre in una fase anteriore del processo di disinflazione in numerosi casi gli effetti a breve termine della restrizione fiscale sulla domanda erano stati controbilanciati in misura considerevole da un calo della propensione al risparmio (probabilmente soprattutto in conseguenza del forte regresso dell'inflazione), nel 1984 questo fattore di sostegno alla spesa per consumi è apparso assai meno marcato. Anzi, nei tre maggiori paesi europei lo scorso anno la spesa per consumi è aumentata più lentamente che nel 1983.

Infine, in Germania e nel Regno Unito importanti conflitti di lavoro si sono ripercossi sulla produzione del 1984. Nel primo caso gli effetti si sono manifestati principalmente sul profilo trimestrale della crescita. Nel Regno Unito invece lo sciopero dei minatori ha ridotto la produzione per il complesso dell'anno probabilmente nella misura dell'1-1,5%. La quota relativamente ampia di domanda riversatasi sulle importazioni (cresciute quasi del 9%) è stata - anche se solo in parte - un riflesso di tale fattore di perturbazione.

Ovviamente le precedenti osservazioni non mettono pienamente in evidenza le disparità di risultati, particolarmente per quanto riguarda gli sviluppi nel breve periodo, fra gli Stati Uniti da un lato e l'Europa dall'altro. I dati di fatto sono di per sé eloquenti. Nei due anni terminanti con il quarto trimestre 1984 la produzione negli Stati Uniti è aumentata ad un ritmo (6,1% l'anno) che non ha riscontro, durante un uguale periodo di tempo, nell'ultimo ventennio. Ancora più significativo per l'economia mondiale nel suo complesso è il fatto che la domanda totale interna negli Stati Uniti sia cresciuta ad un tasso sensibilmente superiore a quello della stessa produzione interna, così che la differenza si è ovviamente riversata sulle importazioni, fornendo un impulso di domanda al resto del mondo. Lo scorso anno la domanda interna negli Stati Uniti è salita dell'8,75%, dopo una crescita del 5% nel 1983. Ciò significa che durante gli ultimi due anni gli Stati Uniti hanno concorso per oltre il 70% all'aumento della domanda aggregata nell'intera area OCSE, rispetto ad una quota del 40% circa in termini di produzione.

Stati Uniti: importazioni di beni e servizi

Periodi	Variazione in volume delle importazioni	Determinanti			Variazione delle importazioni	
		variazione della domanda totale interna ¹	fattori di trend ²	fattori residuali ³	in miliardi di dollari USA ⁴	come percentuale del PNL degli altri paesi ⁵
in percentuale nell'arco di due anni						
I semestre 1967 su I semestre 1969 . . .	21,7	9,1	6,7	5,9	10,3	1,1
I semestre 1971 su I semestre 1973 . . .	20,8	11,3	5,5	4,0 (-16,2)	27,9	1,2
I semestre 1975 su I semestre 1977 . . .	29,8	12,8	5,8	11,2 (+ 2,9)	57,9	1,7
II semestre 1982 su II semestre 1984 . . .	43,4	15,2	4,3	23,9 (+27,1)	113,7	3,0

¹ Assumendo un'elasticità pari a 1. ² Calcolati assumendo un trend lineare nel rapporto fra importazione e domanda totale interna. ³ Le cifre fra parentesi indicano la variazione del tasso di cambio nominale effettivo del dollaro nell'arco dei tre anni misurata a fine periodo. ⁴ In ragione annua, depurata della componente stagionale. ⁵ Paesi dell'OCSE ad esclusione degli Stati Uniti.

Conseguentemente, nei due ultimi anni si è assistito alla crescita di gran lunga piú rapida delle importazioni degli Stati Uniti durante l'intero dopoguerra: in totale circa il 43,5%. Come indica la tabella, se l'espansione eccezionalmente vigorosa della domanda americana ha costituito un importante fattore, anche l'apprezzamento del dollaro, con la connessa forte perdita di competitività degli Stati Uniti, ha avuto un ruolo di rilievo.

Mentre il peso relativo dell'economia americana è andato diminuendo durante il periodo postbellico, è per contro cresciuta costantemente la quota delle importazioni sul PNL degli Stati Uniti. Di conseguenza, l'aumento in ragione annua di oltre \$ 110 miliardi delle importazioni statunitensi a partire dal secondo semestre 1982 ha rappresentato un forte impulso di domanda reale per il resto del mondo. E' difficile misurare con esattezza l'effetto in termini di volume in rapporto alla dimensione delle altre economie industrializzate, ma esso è quasi certamente a livelli record, forse non meno del 3% del PNL dei paesi OCSE esclusi gli Stati Uniti.

Per gli Stati Uniti medesimi l'espansione del disavanzo commerciale ha avuto naturalmente implicazioni che vanno ben al di là di quella di fornire uno sbocco alla crescita estremamente rapida della domanda aggregata, per quanto opportuno ciò possa essere stato. La perdita di competitività delle industrie esposte alla concorrenza internazionale comporta l'eventualità che vada perduta per qualche tempo una parte di capacità produttiva altrimenti realizzabile, e/o che le pressioni in senso protezionistico si intensifichino e, in taluni casi, trovino accoglimento favorevole per un periodo di tempo maggiore di quanto sarebbe opportuno. Per il resto del mondo, tuttavia, gli elementi positivi paiono finora sopravanzare quelli negativi.

I cicli del PNL ed il settore estero. L'impatto congiunto della ripresa americana e del concomitante cambiamento nelle posizioni di competitività si è in genere manifestato nel resto del mondo piú nell'andamento delle esportazioni che in quello delle importazioni. In termini di esportazioni, il Giappone ed il Canadá sono stati i principali beneficiari, sebbene i paesi europei abbiano realizzato gran parte del guadagno di competitività in termini di prezzi e di costi reali effettivi a partire dal 1980.

La ragione principale di questa apparente contraddizione è ovviamente l'influenza predominante della preesistente configurazione dell'interscambio. Non sorprende che il Canadá, il quale usciva da una grave depressione e le cui esportazioni sono principalmente dirette verso gli Stati Uniti, abbia registrato, nel biennio che termina alla fine del 1984, il piú forte aumento delle esportazioni tra tutti i paesi del Gruppo dei Dieci. E ciò è avvenuto nonostante il fatto che, a causa dell'aumento relativamente forte dei costi interni, la competitività non ha probabilmente rappresentato un fattore favorevole (cfr. la tabella a pagina 19). Anche dal lato delle importazioni il Canadá ha fatto segnare un forte aumento, in parte per effetto di una vigorosa espansione della domanda interna.

Il Giappone è il paese in cui appare piú evidente il contributo del settore estero alla ripresa economica. Anche se le variazioni in termini di competitività non paiono aver svolto un ruolo di rilievo, un terzo circa delle esportazioni giapponesi è stato assorbito dal mercato americano. D'altra parte, la quota di prodotto interno esportato (calcolata a prezzi costanti) era già salita quasi al 20% nel 1982, cioè ad

un livello doppio rispetto a quello di soli dodici anni prima. Di conseguenza, sebbene il tasso di aumento delle esportazioni giapponesi non rappresenti un primato, come mostra la tabella seguente, il loro contributo (aritmetico) alla crescita del PNL ha superato quello mediamente registrato durante le tre precedenti fasi di espansione economica. Purtroppo, con un aumento del prodotto complessivamente pari al 10,5% nell'arco di otto trimestri, la ripresa è risultata alquanto più modesta rispetto a quella dei cicli anteriori, allorché tassi tendenziali di crescita sensibilmente più elevati rappresentavano comunque la norma. Come mostra la tabella, a ciò ha contribuito la debolezza relativa della domanda interna.

Incidenza relativa delle componenti della domanda sulla crescita del PNL. Raffronto ciclico¹

Paesi e periodi	PNL	Settore estero			Settore interno				
		esportazioni	importazioni ²	saldo con l'estero	domanda interna totale ³	consumi privati	spesa pubblica ⁴	investimenti fissi imprese	variazione delle scorte
variazioni in percentuale del PNL nel periodo base									
Stati Uniti									
1982 IV-1984 IV . . .	12,4	0,7	- 3,2	- 2,5	14,9	6,7	0,7	3,5	2,8
cicli anteriori . . .	10,7	1,1	- 1,6	- 0,5	11,2	6,6	0,6	1,4	1,1
Giappone									
1982 IV-1984 IV . . .	10,6	6,2	- 1,7	4,5	6,2	2,6	0,3	3,4	0,4
cicli anteriori	18,8	3,3	- 2,9	0,4	18,4	9,0	2,6	4,6	0,4
Germania									
1982 IV-1984 IV . . .	6,0	4,7	- 3,7	1,0	5,0	0,8	1,1 ⁵	1,4 ⁶	1,7
cicli anteriori	10,2	4,8	- 3,6	1,2	9,0	4,4	1,1 ⁵	1,8 ⁶	1,7
Francia									
1982 IV-1984 IV . . .	2,9	2,7	- 1,1	1,6	1,3	0,5	0,2	- 0,2	1,3
cicli anteriori	10,9	3,9	- 5,1	- 1,2	12,1	6,6	1,1	1,6	1,6
Regno Unito									
1982 IV-1984 IV . . .	5,4	3,6	- 5,5	- 1,9	7,2	2,7	1,0	1,5	2,2
cicli anteriori	5,8	3,7	- 2,9	0,8	5,0	1,7	1,0	1,2	1,3
Italia									
1982 IV-1984 IV . . .	2,9	4,3	- 4,2	0,1	2,8	2,2 ⁷		0,6 ⁶	.
cicli anteriori	12,1	4,3	- 2,2	2,1	10,0	7,4 ⁷		2,6 ⁶	.
Canada									
1982 IV-1984 IV . . .	11,1	9,0	- 7,5	1,5	9,5	5,1	0,9	- 1,4	3,8
cicli anteriori	11,2	4,1	- 5,3	- 1,2	12,4	7,2	1,5	0,3	1,5
Svezia									
1982 III-1984 III . . .	4,8	4,3	- 0,4	3,9	0,9	- 0,4	0,7	0,5	0,6
cicli anteriori ⁸	7,6	5,0	- 5,0	0,0	7,6	1,9	1,5	0,3	3,5

¹ La crescita economica dell'attuale periodo di ripresa è raffrontata con l'andamento medio nel corrispondente periodo biennale dei tre cicli anteriori. Per tutti i paesi, eccetto la Svezia, come inizio del primo di questi precedenti cicli viene posto il secondo trimestre 1975 (Svezia, quarto trimestre 1977). Il termine iniziale per il secondo ciclo è rispettivamente: Stati Uniti e Canada, quarto trimestre 1970; Francia, secondo trimestre 1971; Giappone, terzo trimestre 1971; Germania e Svezia, quarto trimestre 1971; Regno Unito, primo trimestre 1972; Italia, terzo trimestre 1972. Il termine iniziale per il terzo ciclo è rispettivamente: Stati Uniti, Canada, Giappone, Germania, Francia e Italia, secondo trimestre 1967; Regno Unito, terzo trimestre 1966. ² Un segno negativo indica un aumento delle importazioni. ³ Compresi gli investimenti in abitazioni. ⁴ Spesa pubblica totale in beni e servizi, di parte corrente e in conto capitale. ⁵ Esclusi gli investimenti pubblici. ⁶ Compresi gli investimenti pubblici e l'edilizia residenziale. ⁷ Compresa la variazione delle scorte. ⁸ Media di due cicli.

In Europa, con la sola importante eccezione del Regno Unito, le esportazioni verso gli Stati Uniti hanno rappresentato meno del 10% del totale. D'altra parte, come già notato, la debolezza del tasso di cambio nei confronti del dollaro ha comportato in media un certo guadagno di competitività di prezzi e costi che ha presumibilmente influito non solo sulle esportazioni verso gli Stati Uniti, ma anche sugli andamenti nei mercati terzi collegati al dollaro. E in effetti, come indica la

tabella, nel contesto di una ripresa generalmente lenta rispetto ai parametri del passato, il contributo delle esportazioni – sebbene non ancora pienamente evidente fino allo scorso anno – non è stato di molto inferiore ai precedenti valori medi. D'altra parte, per il Regno Unito e la Germania, in particolare, un importante corollario di ciò è che gli impulsi *iniziali* di ripresa sono stati generati all'interno, senza dubbio in parte per effetto della risoluta azione disinflazionistica.

Nel complesso, comunque, le esportazioni si stanno ormai rivelando come una componente importante dell'attuale ripresa europea. Invero, è stato espresso il timore che il loro peso possa essere eccessivo, o nel senso che potrebbero essere attuati aggiustamenti inappropriati delle strutture produttive in funzione di una fisionomia della domanda che potrebbe rivelarsi transitoria (la contropartita, in un certo senso, dei problemi che incontrano le industrie statunitensi esposte alla concorrenza internazionale) o, in caso contrario, che verrebbe a mancare un sostanziale apporto degli investimenti, sia nelle stesse industrie di esportazione sia in altri settori dell'economia (nei quali la domanda continua per lo più ad essere relativamente debole). Entrambe queste possibilità sono ovviamente connesse con la questione della sostenibilità a medio termine della ripresa.

In ogni caso, come dianzi rilevato, il contributo complessivo delle esportazioni alla domanda in Europa non è stato eccezionalmente ampio rispetto ai cicli precedenti. A meno che la composizione delle esportazioni verso gli Stati Uniti (le quali hanno naturalmente registrato la crescita più rapida) non presenti differenze sostanziali rispetto alla media complessiva, ciò parrebbe escludere una particolare concentrazione delle pressioni su determinati settori. Inoltre un più generale incentivo agli investimenti dovrebbe provenire dai migliorati livelli di redditività.

Tassi di cambio nominali, competitività e crescita delle esportazioni

Paesi	Tassi di cambio effettivi nominali	Costi unitari del lavoro: in moneta nazionale	Tassi di cambio effettivi reali basati su		Crescita cumulativa delle esportazioni 1982 IV su 1984 IV ²
			costi unitari relativi del lavoro	valori unitari relativi delle esportazioni	
Indici: 1980 = 100 ¹					in percentuale
Stati Uniti	147	111	139	136	9
Giappone	124	99	106	102	32
Canada	112	131	130	100	45
Germania	89	106	80	82	16
Paesi Bassi	88	102	78	92	13
Francia	66	144	84	86	10
Italia	67	166	99	90	20
Belgio	71	107	66	81	8 ³
Svezia	71	122	76	85	20
Regno Unito	77	121	81	87	14
Svizzera	99	107	91	91	11

¹ Terzo trimestre 1984. ² Solo esportazioni di beni, in volume; dati provvisori. ³ Primi tre trimestri del 1982 su primi tre trimestri del 1984.

Una ragione dell'andamento non eccezionale delle esportazioni in Europa, ossia l'importanza relativamente modesta del mercato americano come sbocco per le esportazioni europee, è già stata menzionata. Un'ulteriore spiegazione è che i

guadagni di competitività di costo e prezzo delle esportazioni europee si sono anch'essi concentrati su una porzione relativamente piccola del mercato totale delle esportazioni. In alcuni casi, inoltre, come in Germania e nei Paesi Bassi, le variazioni di cambio tra le monete europee hanno avuto la tendenza a controbilanciare, in termini di competitività complessiva, gli effetti dell'apprezzamento del dollaro. In questi casi, il tasso di cambio effettivo nominale è variato relativamente di poco dal 1980 (cfr. la tabella di pagina 19). In altri paesi, come Francia e Italia, un ampio deprezzamento effettivo nominale è stato compensato in ampia misura da un continuo aumento dei costi interni. Per altri paesi ancora, come ad esempio il Belgio e la Svezia, la tabella indica che il deprezzamento del tasso di cambio è servito ad ampliare in certa misura i margini di profitto nel settore delle esportazioni. Invero è probabile che sul mercato americano l'aumento dei margini — che non è molto evidente a livello aggregato — sia stato più diffuso.

In sintesi, pur essendo vero che la ripresa europea è venuta a dipendere in misura apprezzabile dalle esportazioni, non sembra che l'entità di tale contributo sia da considerarsi del tutto inconsueta. Ciò parrebbe implicare che sotto questo aspetto la solidità della ripresa non corra un rischio straordinariamente grande. Purtuttavia, poiché è improbabile che gli Stati Uniti possano svolgere indefinitamente un ruolo trainante, è necessario che negli altri paesi la ripresa trovi crescente autosostentamento all'interno. In questo senso, gli investimenti fissi delle imprese hanno un ruolo particolarmente importante da svolgere.

I cicli del PNL e alcune componenti della domanda interna. La tabella di pagina 18 mostra altresì le variazioni comparate della domanda interna e di alcune delle sue componenti. Considerando anzitutto gli investimenti, la tabella mette in rilievo la dinamica estremamente sostenuta di questa componente durante l'attuale ripresa americana. Si può inoltre ritenere che questo risultato non rappresenti soltanto una concentrazione iniziale della risposta (normalmente ritardata) degli investimenti ad una fase di generale espansione economica. In effetti, durante il primo biennio di ripresa negli Stati Uniti gli investimenti delle imprese hanno già segnato un aumento considerevolmente superiore a quello registrato nei primi tre anni dei cicli precedenti. Anche in Giappone, Germania e Regno Unito l'andamento degli investimenti può essere considerato incoraggiante.

In un contesto di politiche a medio termine tese al contenimento della spesa pubblica, non ci si poteva ovviamente attendere un notevole contributo diretto da questo fattore; e in linea generale, come indica la tabella, così pare essere avvenuto. Per quanto concerne la variazione delle scorte, quanto maggiore è stato finora il sostegno alla ripresa proveniente da un rilancio congiunturale degli investimenti in scorte, tanto più grave appare l'interrogativo sulla sostenibilità della ripresa stessa. Tuttavia, solo nel caso del Canada questo contributo risulta eccezionalmente ampio, considerata l'entità della ripresa globale. D'altra parte, tra tutti i paesi industriali il Canada aveva subito la recessione più grave nel 1982, nel corso della quale un ruolo importante era stato svolto da un brusco decumulo delle giacenze.

Nel complesso, e se la si considera puramente in termini di composizione della domanda, la ripresa non pare mostrare finora una particolare fragilità, a prescindere ovviamente dall'incognita del dollaro. Essa procede tuttora in media ad un ritmo relativamente lento nei paesi europei; tuttavia, tenuto conto della debole crescita

della capacità produttiva degli ultimi anni, ciò potrebbe essere tanto un segno di solidità quanto di debolezza. E' ben probabile che nella maggior parte dei paesi la dinamica dell'inflazione sarà un fattore piú importante nel determinare le prospettive a piú lungo termine della ripresa.

L'inflazione

Nonostante il perdurare e il diffondersi della ripresa economica e una certa ulteriore ricostituzione dei margini di profitto, lo scorso anno nei paesi del Gruppo dei Dieci l'inflazione è rimasta generalmente sotto controllo. In taluni paesi, specie in Europa, sono stati nuovamente compiuti progressi rilevanti verso la stabilità dei prezzi, anche in presenza di un ulteriore apprezzamento del dollaro. Peraltro, rispetto a fasi espansive precedenti i corsi dei prodotti primari a mercato mondiale sono stati leggermente piú deboli. Un aspetto piú importante è che le pressioni dei costi salariali sono rimaste per la maggior parte contenute. Tuttavia, nei primi mesi del 1985 in Europa è andato aumentando il timore che un'ulteriore ascesa del dollaro USA potesse ripercuotersi sfavorevolmente sulla dinamica dell'inflazione.

Variazioni dei prezzi al consumo

Paesi	Variazioni nei dodici mesi terminanti nel dicembre						1985 marzo ¹
	1977	1980	1981	1982	1983	1984	
	in percentuale						
Stati Uniti	6,8	12,4	8,9	3,9	3,8	4,0	3,7
Giappone	4,8	7,5	4,3	1,8	1,8	2,6	1,6
Germania	3,5	5,5	6,8	4,6	2,6	2,0	2,5
Francia	9,0	13,7	13,9	9,7	9,3	6,7	6,4
Regno Unito	12,7	15,1	12,0	5,4	5,3	4,6	6,1
Italia	14,8	21,1	17,9	16,3	12,8	8,8	8,6
Canada	9,5	11,2	12,1	9,3	4,5	3,8	3,7
Svezia	12,7	14,1	9,2	9,6	9,2	8,2	7,9
Paesi Bassi	5,1	6,7	7,2	4,3	3,0	2,8	2,4
Belgio	6,3	7,6	8,1	8,1	7,2	5,3	5,7
Svizzera	1,1	4,4	6,6	5,5	2,1	2,9	3,9
Paesi del Gruppo dei Dieci ²	7,2	11,4	9,1	5,2	4,5	4,1	3,9

¹ Variazione rispetto al marzo 1984. ² Pesi proporzionali alla spesa per consumi e tassi di cambio dell'anno precedente.

Su base media ponderata, nei paesi del Gruppo dei Dieci l'aumento dei prezzi al consumo su dodici mesi superava di poco il 4% nel dicembre dello scorso anno. Ciò non solo rappresenta un ulteriore lieve miglioramento rispetto al 1983, ma segnala altresí il proseguimento della tendenza calante dell'inflazione a distanza di due anni dall'inizio della ripresa. Sebbene i valori registrati lo scorso anno non costituiscano ancora un ritorno alla situazione della prima metà degli anni sessanta, essi rappresentano certamente il risultato migliore dal periodo immediatamente anteriore alla prima crisi petrolifera.

Negli Stati Uniti l'andamento dell'inflazione è stato favorevolmente influenzato, pur in presenza di una fortissima espansione della domanda, dall'effetto

contrapposto di un tasso di cambio crescente, e i prezzi al consumo hanno nuovamente segnato un aumento del 4%, pressoché uguale a quello dei due anni precedenti. In Giappone, il tasso di incremento dei prezzi, pur avendo subito una lieve accelerazione in termini strettamente aritmetici, in valore assoluto è rimasto molto basso.

In Europa il fattore tasso di cambio ha avuto ovviamente la tendenza ad agire in senso contrario rispetto agli Stati Uniti. Ciò nonostante, specie in quei paesi in cui il tasso di inflazione è superiore alla media e/o l'inizio della ripresa è stato tardivo o lento, il processo di disinflazione ha compiuto talora ragguardevoli progressi. Ad esempio, come si può osservare nella tabella, sia in Italia sia in Francia l'inflazione è calata sensibilmente lo scorso anno e, specie in Francia, ad un ritmo più rapido rispetto all'anno precedente.

Un modo per cercare di valutare l'andamento dell'inflazione nel corso del processo di ripresa è quello di porlo a confronto con l'evoluzione dei prezzi durante la fase corrispondente di cicli anteriori. Per la maggior parte dei paesi i dati sui cicli economici precedenti, riportati nella tabella seguente, si riferiscono alle due fasi espansive del 1971-73 e del 1975-77 e ad una fase di crescita rappresentativa della fine degli anni sessanta. Naturalmente i primi due cicli sono stati influenzati, sebbene in senso opposto, dagli effetti di prezzo dell'andamento delle quotazioni del petrolio e delle altre materie prime. Mentre il periodo 1971-73 è sfociato in un forte *shock* esterno sui prezzi, nel 1975-77 si è avuta a tratti una flessione dei corsi delle materie prime non petrolifere.

Dinamica dei prezzi al consumo in un contesto ciclico

Paesi	Ciclo attuale			Media dei tre cicli precedenti ¹		
	Tasso di inflazione all'inizio del ciclo	Tasso di inflazione dopo due anni	Variazione del tasso di inflazione su due anni	Tasso di inflazione all'inizio del ciclo	Tasso di inflazione dopo due anni	Variazione del tasso di inflazione su due anni
	in percentuale annua					
Stati Uniti	3,9	4,0	0,1	5,9	5,3	- 0,6
Giappone	1,8	2,6	0,8	7,8	9,7	1,9
Germania	4,6	2,0	- 2,6	4,5	4,6	0,1
Francia	9,7	6,7	- 3,0	6,5	7,9	1,4
Regno Unito	5,4	4,6	- 0,8	12,5	12,2	- 0,3
Italia	16,3	8,8	- 7,5	9,1	15,7	6,6 ²
Canada	9,3	3,8	- 5,5	5,2	6,0	0,8
Svezia	9,6	8,2	- 1,4	10,0	8,7	- 1,3 ³
Paesi Bassi	4,3	2,8	- 1,5	7,0	7,7	0,7
Belgio	8,1	5,3	- 2,8	7,1	6,5	- 0,6
Svizzera	5,5	2,9	- 2,6	4,9	2,5	- 2,4 ³
Paesi del Gruppo dei Dieci ⁴	5,2	4,1	- 1,1	6,6	7,1	0,5

¹ Secondo la definizione riportata nella tabella di pagina 18. Per Belgio, Paesi Bassi e Svizzera, l'inizio del primo ciclo viene posto al secondo trimestre 1975. Il termine iniziale per il secondo ciclo è posto: al quarto trimestre 1971 per Belgio e Paesi Bassi; al secondo trimestre 1968 per la Svizzera. Per il terzo ciclo il termine iniziale per Belgio e Paesi Bassi è rispettivamente il quarto e il secondo trimestre 1967. ² Accelerazione influenzata in modo particolare dal primo *shock* petrolifero. ³ Media di due cicli. ⁴ Media ponderata, in base al PNL e ai tassi di cambio del 1982 per il ciclo attuale, e del 1973 per i cicli anteriori.

Considerando anzitutto la variazione nel tasso di inflazione — la sua accelerazione ovvero decelerazione — dall'inizio della ripresa, non sorprende che, come mostra la tabella, nel ciclo più recente la dinamica dell'inflazione sia migliorata, talvolta in modo cospicuo. In passato essa aveva avuto la tendenza a peggiorare leggermente nei primi due anni di crescita economica, anche se in media il divario, di soli 1,5 punti percentuali, non è rilevante. In realtà, sulla base di questo raffronto l'andamento dell'inflazione negli Stati Uniti è stato meno favorevole rispetto alla lieve flessione registrata precedentemente in questa fase del ciclo. Per contro, in Canada, dove la ripresa è stata parimenti molto sostenuta, l'inflazione è calata sensibilmente nel ciclo più recente.

In Europa l'inflazione ha avuto nel complesso la tendenza a regredire più rapidamente durante l'attuale ripresa. A ciò hanno presumibilmente concorso l'avvio ritardato e il ritmo più contenuto della ripresa, sebbene anche le politiche di bilancio e del mercato del lavoro vi abbiano svolto quasi certamente un ruolo importante.

La rilevanza di una data accelerazione o decelerazione dell'inflazione non può essere tuttavia disgiunta dal livello rispetto al quale essa è misurata. Nel ciclo più recente tale livello era in media leggermente inferiore a quello dei tre cicli anteriori; particolari progressi nel ridurre l'inflazione in una fase alquanto precoce sono stati conseguiti nel Regno Unito e (ancor prima) in Giappone, ma anche nei Paesi Bassi e negli stessi Stati Uniti.

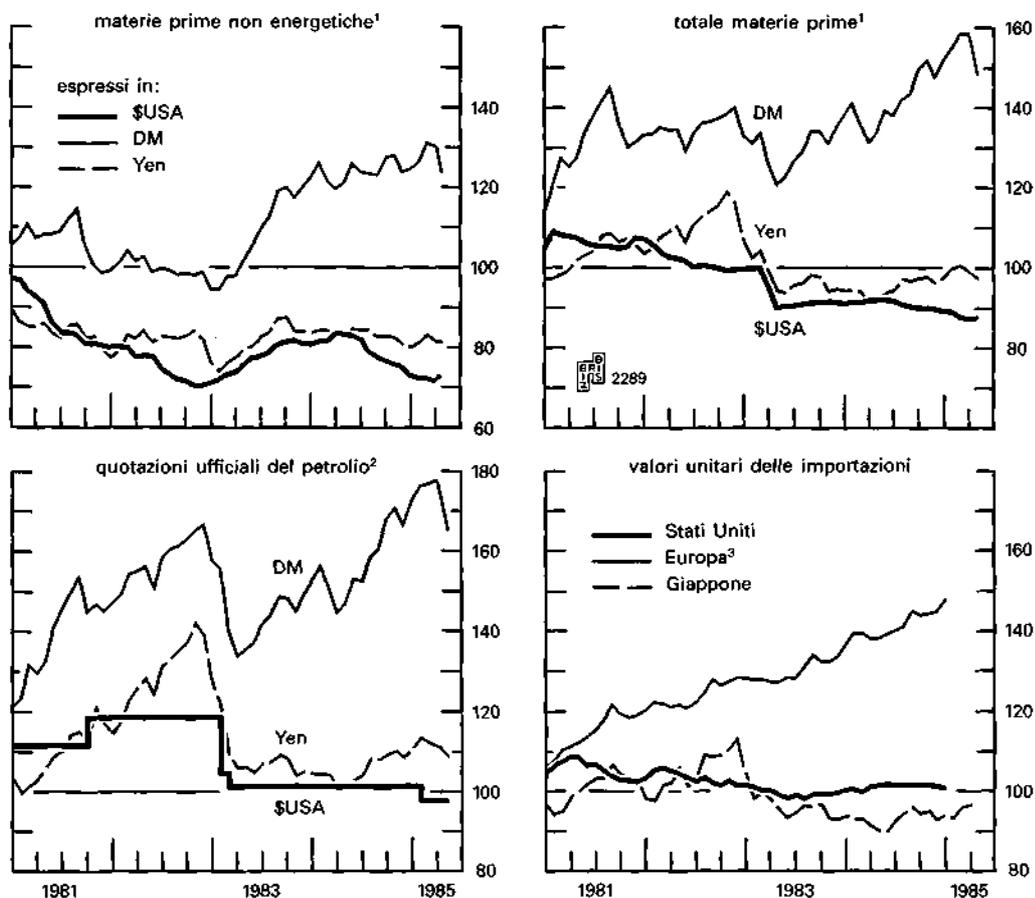
Se a ciò si aggiunge il fatto che alcune delle più forti riduzioni dell'inflazione sono state ottenute da quei paesi in cui ve ne era maggiore necessità, ne consegue che nel complesso la situazione dell'inflazione alla fine dei primi due anni di ripresa è chiaramente più favorevole di quella osservata in momenti analoghi del recente passato. Nei paesi del Gruppo dei Dieci alla fine dello scorso anno l'inflazione si situava mediamente ad un livello inferiore di circa 3 punti percentuali ai valori registrati in precedenza a questo stadio del ciclo.

I prezzi delle materie prime, i tassi di cambio e i prezzi all'importazione. Per l'insieme dei paesi industriali il 1984 è stato nuovamente un anno caratterizzato da tensioni relativamente deboli sui prezzi internazionali. Le quotazioni ufficiali del greggio, che erano già state ridotte agli inizi del 1983, sono nuovamente calate nei primi mesi di quest'anno. I prezzi di altre materie prime, che nel 1983 erano aumentati, seppure ad un ritmo molto più contenuto che in cicli precedenti, hanno ripreso ad indebolirsi, in modo alquanto inatteso, a partire dalla metà del 1984 e a fine anno la loro riduzione — in termini di dollari correnti — raggiungeva quasi il 10%, annullando così gran parte dell'incremento dell'anno precedente.

Tuttavia, a causa della continua forte ascesa del dollaro, i vantaggi di questa situazione non si sono ripartiti in modo uniforme. Negli Stati Uniti nel quarto trimestre 1984 i prezzi all'importazione erano aumentati solo dell'1,5% rispetto a un anno prima, e risultavano inferiori del 2% al loro livello di fine 1980. In Giappone, dove l'incidenza del petrolio sulle importazioni è relativamente forte, lo scorso anno i prezzi all'importazione sono di fatto mediamente calati. Per contro, in Europa gli incrementi del costo delle importazioni sono stati rilevanti, superando in quasi tutti i paesi il tasso generale di inflazione.

Prezzi delle materie prime e valori unitari delle importazioni

Indici: 1980 = 100



¹Indice HWWA basato sui prezzi in dollari USA. Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera.

²"Arabian light crude".

³Belgio, Francia, Germania, Italia,

Come mostra la tabella seguente, i movimenti del tasso di cambio sono stati indubbiamente un fattore importante alla base della diversa intensità delle pressioni dei prezzi internazionali nei singoli paesi, specie nel periodo 1980-84. Nondimeno, il divario tra gli incrementi dei prezzi all'importazione in Europa e negli Stati Uniti può senz'altro indurre a sopravvalutare l'effetto potenziale *assoluto* del rialzo del dollaro sull'inflazione europea. In realtà potrebbero aver operato due fattori di moderazione. Anzitutto, in certa misura le stesse quotazioni in dollari dei prodotti primari potrebbero essere state ridotte in seguito all'aumento nel valore internazionale della moneta in cui sono espresse. In secondo luogo, soprattutto nella misura in cui la dinamica dei costi interni pareva consentire una certa ricostituzione dei margini di profitto in Europa, è possibile che taluni incrementi dei costi esterni siano stati in parte assorbiti, anziché traslati per intero sui prezzi finali.

Ciò nonostante, nel periodo in esame i paesi europei hanno risentito di una certa pressione esogena dal lato dei costi, che ha probabilmente indotto un orientamento della politica economica leggermente più restrittivo di quanto sarebbe stato giustificato sulla base della dinamica dei costi interni.

Contributo dei movimenti dei tassi di cambio e dei prezzi delle materie prime alle variazioni dei prezzi all'importazione¹

Paesi	1976-80				1980-84			
	tasso di cambio del dollaro USA ²	prezzi del petrolio e di altre materie prime ³	altri fattori ⁴	prezzi complessivi all'importazione	tasso di cambio del dollaro USA ²	prezzi del petrolio e di altre materie prime ³	altri fattori ⁴	prezzi complessivi all'importazione
	variazione media annua in percentuale							
Stati Uniti	1,5	3,6	10,4	15,5	- 6,6	- 1,0	7,0	- 0,6
Giappone	- 6,2	8,3	6,3	8,4	3,1	- 2,0	- 1,6	- 0,5
Germania	- 2,1	4,3	5,5	7,7	4,6	- 1,6	1,4	4,4
Francia	- 1,5	4,6	6,2	9,3	10,5	- 1,8	2,7	11,4
Regno Unito	- 2,7	4,7	6,6	8,6	5,6	- 1,9	6,1	9,8
Italia	0,8	6,8	9,7	17,3	13,7	- 2,4	1,9	13,2
Canada	3,6	2,0	9,4	15,0	2,3	- 0,6	1,4	3,1
Belgio	- 1,4	3,1	6,0	7,7	6,0	- 1,2	6,4	11,2
Paesi Bassi	- 1,3	4,2	4,8	7,7	3,7	- 1,5	3,1	5,3
Svezia	0,2	4,1	9,8	14,1	7,1	- 1,3	3,8	9,6
Svizzera	- 3,0	2,8	3,5	3,3	3,5	- 1,4	0,0	2,1

¹ Calcolato sulla base di equazioni stimate per i valori unitari delle importazioni. ² Tassi di cambio nominali tranne che per gli Stati Uniti (indice dei tassi effettivi). ³ Indice HWWA basato sui prezzi in dollari USA. ⁴ Compresi livello medio dell'inflazione nei principali paesi industriali, fattori di *trend* specifici per i singoli paesi ed effetti residui di periodi precedenti.

Le retribuzioni e i costi del lavoro. E' particolarmente degno di nota il fatto che nella maggior parte dei paesi gli andamenti del 1984 abbiano confermato o addirittura rafforzato il netto miglioramento nella dinamica dei costi interni già rilevato nel 1983. In questo ambito la svolta rispetto all'esperienza degli ultimi 15-20 anni è ora più netta di quella segnata dagli indici generali dei prezzi. Se questo miglioramento dal lato dei costi potesse essere mantenuto anche dopo il periodo di necessaria ricostituzione dei margini di profitto, le prospettive di instaurare a medio termine un contesto molto meno inflazionistico sarebbero senza dubbio notevolmente rafforzate.

I due principali fattori che determinano la dinamica dei costi unitari del lavoro sono le retribuzioni nominali e la produttività del lavoro. Tuttavia, va altresì sottolineato che, nel quadro dell'azione volta a frenare la crescita della spesa pubblica e la pressione fiscale, in alcuni paesi sono state apportate, ad esempio, anche riduzioni degli oneri sociali, che figurano parimenti tra i costi della manodopera.

La tabella seguente indica che un contributo importante al miglioramento nella dinamica dei costi nell'arco degli ultimi dodici o più mesi è derivato dalla moderata progressione dei salari nominali. L'eccezione di maggiore rilievo è forse rappresentata dalla Svezia, dove lo scorso anno il Governo ha incontrato difficoltà nell'indurre le controparti nel settore industriale ad accettare un accordo salariale soddisfacente. In Italia e in Francia si è registrata un'ulteriore, necessaria flessione nella dinamica salariale, in quanto nel primo caso sono proseguiti i tentativi di modificare il sistema di indicizzazione e, nel secondo, è continuata l'azione volta ad influenzare, in modo più indiretto, l'andamento globale dei salari attraverso l'operato della Commissione nazionale dei prezzi e il contenimento delle

Costi del lavoro nell'industria e prezzi all'ingrosso

Paesi	Anni	Retribuzioni nominali ¹	Produttività ²	Costi unitari del lavoro ³	Prezzi all'ingrosso ⁴
		variazioni percentuali, quarto trimestre su quarto trimestre			
Stati Uniti	1982	7,2	1,3	5,8	3,7
	1983	3,9	3,9	0,0	0,8
	1984	4,3	2,4	1,8	1,7
Giappone	1982	5,2	- 1,4	6,8	1,6
	1983	3,4	9,8	- 5,8	- 3,3
	1984	4,2	8,3	- 3,8	0,5
Germania	1982	5,1	0,6	4,4	3,2
	1983	3,8	7,4	- 3,3	0,8
	1984	3,0	3,9	- 0,9	1,3
Francia	1982	13,1	3,2	9,6	8,5
	1983	10,5	3,1	7,2	14,6
	1984	6,5	3,6	2,8	10,5
Regno Unito	1982	9,2	3,6	5,4	6,5
	1983	9,7	9,0	0,7	5,6
	1984	8,4	2,5	5,8	6,1
Italia	1982	15,5	- 1,8	17,6	12,4
	1983	15,3	2,8	12,2	9,1
	1984	8,0 ⁵	7,5 ⁵	0,5 ⁵	8,8
Canada	1982	9,2	0,6	8,5	4,5
	1983	4,8	12,6	- 7,0	3,5
	1984	5,0	8,6	- 3,2	3,7
Svezia	1982	6,1	0,6	5,5	12,1
	1983	9,2	10,2	- 0,9	9,9
	1984	11,0 ⁵	7,5 ⁵	3,2 ⁵	7,8
Paesi Bassi	1982	6,5	0,9	5,5	4,7
	1983	1,6	8,9	- 6,7	2,0
	1984	2,0	8,2	- 5,7	3,9
Belgio	1982	4,6	3,0	1,5	6,2
	1983	8,3	6,0	2,2	9,0
	1984	7,0 ⁵	6,1 ⁵	0,8 ⁵	3,1
Svizzera	1982	5,7	1,2	4,4	1,4
	1983	3,1	4,9	- 1,7	0,9
	1984	1,5	2,0	- 0,5	3,3
Paesi del Gruppo dei Dieci ⁶	1982	7,7	0,9	6,7	4,5
	1983	5,5	6,0	- 0,5	2,4
	1984	4,8	4,3	0,5	3,0

¹ Per Stati Uniti, Italia, Svezia e Belgio costi del lavoro complessivi; per gli altri paesi, totale delle remunerazioni o guadagni di fatto. ² Per Giappone, Regno Unito, Italia, Canada, Paesi Bassi e Svizzera, prodotto per occupato; per gli altri paesi, produzione oraria. ³ Calcolati sulla base delle retribuzioni nominali e della produttività. ⁴ Per Francia, prodotti industriali; per Stati Uniti, Regno Unito, Svezia e Paesi Bassi, prezzi alla produzione; per gli altri paesi, indice generale dei prezzi all'ingrosso. ⁵ Terzo trimestre. ⁶ Pesi proporzionali al PIL e tassi di cambio dell'anno precedente.

retribuzioni del settore pubblico. Nel Regno Unito, per contro, si è manifestata una certa delusione per l'assenza di ulteriori e più solidi progressi nel rallentamento della dinamica ascendente dei salari nominali, soprattutto alla luce della situazione occupazionale.

Nel quadro di questi andamenti delle retribuzioni nominali, i risultati più favorevoli in termini di costi unitari sono stati tendenzialmente conseguiti da quei paesi che avevano ottenuto incrementi di produttività particolarmente elevati. Nella maggior parte dei casi, questi alti tassi di crescita della produttività contengono senza dubbio una componente puramente congiunturale su cui non si può contare nel medio periodo. Tuttavia, una flessione dei tassi di aumento della produttività a

livelli piú sostenibili potrebbe essere in parte controbilanciata – per quanto concerne i prezzi – dal completamento del processo di ricostituzione dei margini di profitto. In tal caso, nei paesi in cui gli incrementi retributivi nominali sono già scesi a valori relativamente bassi potrebbe essere sufficiente il mantenimento dell'attuale grado di moderazione delle retribuzioni nominali al fine di pervenire ad una dinamica soddisfacente dell'inflazione nel piú lungo periodo. In altri paesi, tuttavia, segnatamente in Italia, Svezia, Francia e Regno Unito, pare necessaria un'ulteriore decelerazione delle retribuzioni nominali per tenere adeguatamente sotto controllo l'inflazione.

L'occupazione e la disoccupazione

Dopo un declino eccezionalmente rapido nel 1983, negli Stati Uniti lo scorso anno la disoccupazione è diminuita piú lentamente, passando dall'8,5% a poco piú del 7% fra il quarto trimestre 1983 ed il quarto trimestre 1984. Poiché in Europa i tassi di disoccupazione hanno continuato mediamente a salire, a livello aggregato l'ulteriore calo del tasso di disoccupazione nei paesi industriali è stato soltanto di modesta entità nel 1984.

Disoccupazione

Paesi	1974	1976	1979	1981	1982	1983	1984	1985 marzo
	medie annue, in percentuale delle forze di lavoro							
Stati Uniti	5,6	7,7	5,8	7,6	9,7	9,6	7,5	7,3
Giappone	1,4	2,0	2,1	2,2	2,4	2,6	2,7	2,6
Germania	2,6	4,6	3,8	5,5	7,5	9,1	9,1	9,4
Francia	2,3	4,3	6,0	7,8	8,8	9,0	10,2	10,6
Regno Unito	2,6	5,2	5,1	9,9	11,6	12,4	12,6	13,0
Italia	5,4	6,7	7,7	8,5	9,1	9,9	10,4	10,6 ¹
Canada	5,3	7,1	7,5	7,6	11,0	11,9	11,3	11,2
Svezia	2,0	1,6	2,1	2,5	3,1	3,5	3,1	3,0
Paesi Bassi ²	3,3	5,5	5,1	9,1	12,6	17,0	17,2	16,0
Belgio	3,0	6,4	8,2	10,9	12,8	14,1	14,2	14,2
Svizzera	0,0	0,7	0,3	0,2	0,4	0,8	1,1	1,1
Paesi del Gruppo del Dieci	3,7	5,5	5,0	6,6	8,2	8,6	8,0	8,0

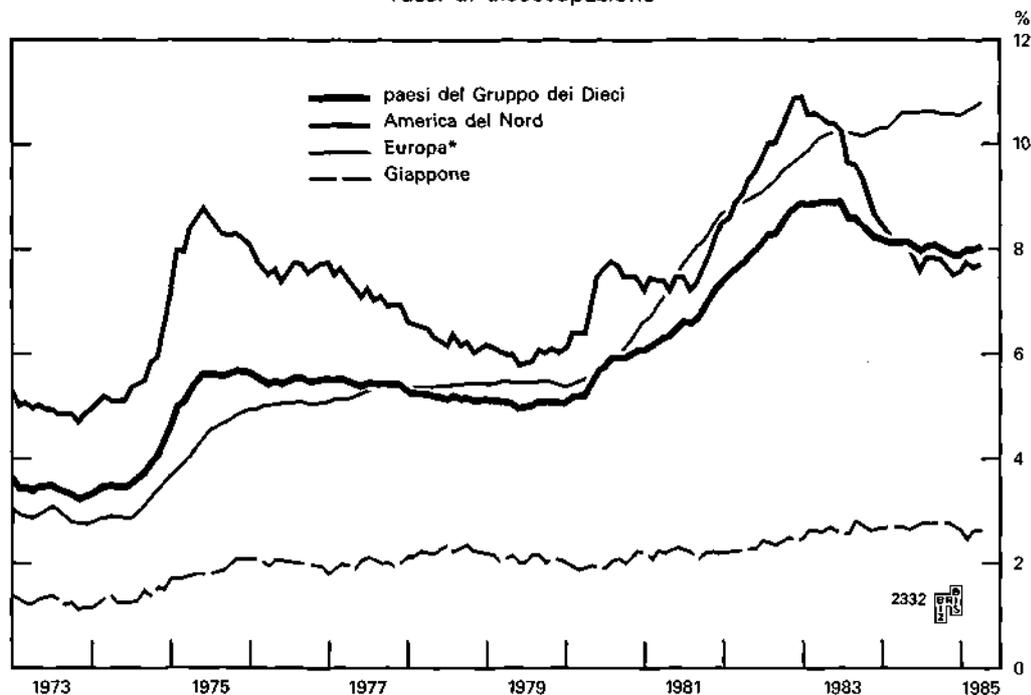
¹ Prima settimana di gennaio. ² Nuova serie dal gennaio 1983.

Benché l'esperienza degli Stati Uniti durante il ciclo attuale sia senz'altro unica, un calo, seppure piú modesto, della disoccupazione rispetto al suo precedente massimo si è avuto anche in Canada, in Svezia e, nel corso del 1984, in Italia e nei Paesi Bassi. In Germania, la lieve tendenza calante, manifestatasi a partire dalla metà del 1983, si è arrestata all'inizio dello scorso anno; ed una nuova flessione intervenuta verso la fine dell'anno è stata parimenti interrotta nel gennaio 1985, in gran parte a causa delle condizioni climatiche eccezionalmente avverse. Un aspetto forse piú incoraggiante è che, dopo un calo protrattosi per 3-4 anni, dalla metà dello scorso anno l'occupazione complessiva in Germania è tornata ad aumentare.

Nel Regno Unito la crescita delle forze di lavoro complessive occupate è stata maggiore e più prolungata nel tempo. Essa è derivata in misura apprezzabile da un accrescimento del numero dei lavoratori autonomi, ma significativo è stato anche l'aumento nell'impiego a tempo parziale delle donne sposate che non figuravano nelle liste di collocamento. In Francia la disoccupazione ha continuato a salire durante il periodo in esame, ma in questo caso la ragione va sicuramente ricercata nell'avvio relativamente tardivo del processo di ripresa.

In Giappone, dove il mercato del lavoro è strutturato in modo alquanto differente, la disoccupazione si è mantenuta a livelli relativamente bassi, anche se la ripresa pare aver finora indotto un aumento dei tassi di partecipazione delle forze di lavoro leggermente superiore a quello dell'occupazione.

Tassi di disoccupazione



* Comprende Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera.

In sintesi, l'andamento recente della disoccupazione presenta alcuni aspetti incoraggianti. In Europa tuttavia la disoccupazione permane a livelli eccezionalmente alti, ed è possibile che per un certo tempo ancora essa non diminuisca in modo apprezzabile. Ciò ha indotto taluni ambienti a raccomandare ai responsabili della politica economica in Europa di adottare un indirizzo più vicino all'approccio orientato al lato dell'offerta introdotto negli Stati Uniti. Tuttavia, a prescindere dai vantaggi e dagli svantaggi di un simile approccio per gli Stati Uniti, non è affatto certo che esso sia appropriato in altri paesi. L'interpretazione delle cause della disoccupazione in Europa è difficile e al tempo stesso controversa. Infatti, pur essendo vero che i movimenti a breve termine della domanda e della produzione sembrano esercitare influssi rilevanti sui livelli della disoccupazione, una simile constatazione non esclude necessariamente la possibilità che siano stati in atto anche

fattori strutturali, di piú lungo periodo o, addirittura, che questi siano ormai diventati predominanti. In tal caso, l'analisi del problema della disoccupazione attuale andrebbe collocata in un contesto piú ampio e a piú lungo termine; ciò implica che la sua soluzione è destinata comunque a richiedere sia tempo, sia una piú ampia gamma di approcci che in passato.

La crescita della disoccupazione in un'ottica di medio periodo. Il fatto che teoricamente la disoccupazione possa essere concepita come semplice differenza tra offerta e domanda di lavoro offre un'appropriata base di partenza per l'analisi. Considerando anzitutto il lato dell'offerta, potenzialmente il fattore di lungo periodo piú importante parrebbe ovviamente essere l'aumento della popolazione complessiva. In realtà, dal 1973 nel mondo industrializzato la crescita demografica ha manifestato piuttosto la tendenza ad un leggero rallentamento. Due altri fattori, pertanto, si sono rivelati piú importanti, e cioè le variazioni nella struttura per età della popolazione e quelle nei tassi di partecipazione, specie delle donne.

Con l'ingresso nel mercato del lavoro della generazione del cosiddetto "boom delle nascite" del dopoguerra, l'aumento della popolazione in età lavorativa ha avuto la tendenza a sopravanzare quello della popolazione totale. Il fenomeno si è manifestato dapprima nell'America del Nord, dove ha ormai superato la sua fase piú acuta, e solo in seguito in Europa, dove ha raggiunto probabilmente il massimo agli inizi degli anni ottanta. Per l'Europa, in particolare, questa evoluzione ha avuto una collocazione temporale quanto mai sfavorevole, avendo coinciso con la piú grave recessione del dopoguerra.

L'effetto esercitato sulle forze di lavoro dall'incremento della popolazione in età lavorativa dipende dalla quota di appartenenti a questa categoria che decide di cercare un'occupazione. L'aumento pressoché generalizzato nell'aliquota di donne in età lavorativa alla ricerca di lavoro parrebbe a prima vista essere un fattore predominante. Nell'America del Nord, ad esempio, tra il periodo 1968-73 e il periodo 1979-83 il tasso di partecipazione femminile è aumentato dal 41 al 58% in Canada, e dal 50 al 62% negli Stati Uniti. In Svezia esso ha raggiunto addirittura il 75%, mentre in altri paesi il suo aumento è stato piú contenuto.

In Europa le variazioni relativamente piú modeste nei tassi di partecipazione femminile hanno in parte controbilanciato il diverso andamento nella popolazione in età lavorativa. Inoltre, i tassi di partecipazione maschile in Europa hanno avuto la tendenza a calare rispetto a quelli dell'America del Nord e del Giappone. Nel periodo successivo al 1979, una parte di questo decremento era senza dubbio di natura congiunturale, a causa del cosiddetto "effetto del lavoratore scoraggiato". Lo stesso vale forse, anche se in minor misura, per il periodo 1973-79, allorché le condizioni dell'occupazione in Europa si sono poco piú che stabilizzate. E' probabile che anche i provvedimenti governativi, ad esempio di incentivazione del pensionamento anticipato, abbiano esercitato un certo influsso. In Svizzera e in Germania, in particolare, la diminuzione dei tassi di partecipazione maschile ha rispecchiato anche un flusso migratorio negativo dei lavoratori stranieri, specie durante il periodo tra le due crisi petrolifere.

L'effetto netto dell'andamento demografico, dei tassi di partecipazione e del flusso migratorio costituisce la variazione delle forze di lavoro. La situazione globale per grosse aree geografiche è sintetizzata nella tabella di pagina 31; da essa

Forze di lavoro, occupazione e disoccupazione

Paesi	Anni	Popolazione totale	Popolazione di età tra 15 e 64 anni	Tassi di partecipazione ¹			Forze di lavoro	Occupazione totale	Tasso di disoccupazione (a fine periodo) ²
				maschi	femmine	totale			
variazioni percentuali annue o quote percentuali									
Stati Uniti	1968-73	1,1	1,8	90,0	50,1	69,7	2,4	2,1	4,8
	1973-79	1,0	1,7	88,4	55,7	71,8	2,6	2,5	5,8
	1979-82	1,0	1,2	87,9	61,8	74,6	1,6	0,3	9,5
Canada	1968-73	1,3	2,3	87,3	41,4	64,2	3,1	2,8	5,5
	1973-79	1,3	2,2	87,0	50,0	68,4	3,2	2,9	7,4
	1979-82	1,2	1,6	87,2	58,3	72,7	2,1	0,8	10,9
Giappone	1968-73	1,5	1,2	89,6	54,8	71,9	1,0	1,0	1,3
	1973-79	1,1	0,8	89,5	53,0	71,0	0,8	0,7	2,1
	1979-82	0,7	0,8	89,1	55,3	72,1	1,0	1,0	2,4
Germania	1968-73	0,8	0,8	91,5	48,4	69,2	0,7	0,7	1,0
	1973-79	- 0,2	0,3	86,7	49,5	67,4	- 0,2	- 0,6	3,3
	1979-82	0,2	1,4	82,8	50,0	66,2	0,7	- 0,5	6,7
Francia	1968-73	0,9	0,9	87,3	49,8	68,3	1,2	1,0	2,6
	1973-79	0,4	0,7	85,0	53,1	68,0	0,8	0,2	5,9
	1979-82	0,5	1,1	82,0	56,8	68,8	0,5	- 0,2	8,0
Regno Unito	1968-73	0,3	0,0	93,4	53,4	73,4	0,2	0,2	2,2
	1973-79	0,0	0,3	90,7	57,8	74,0	0,6	0,2	4,6
	1979-82	0,0	0,4	88,8	59,5	74,1	0,2	- 1,9	10,4
Italia	1968-73	0,7	0,4 ³	82,2	29,0	55,0	- 0,1	- 0,2	6,2
	1973-79	0,6	0,8 ³	80,3	31,2	55,7	1,2	1,0	7,5
	1979-82	0,2	0,8 ³	80,5	40,2	59,7	1,0	0,5	8,9
Svezia	1968-73	0,6	0,2	90,2	60,5	75,9	0,8	0,7	2,5
	1973-79	0,3	0,1	90,4	68,9	79,7	1,2	1,3	2,1
	1979-82	0,1	0,4	89,0	75,1	82,5	0,7	0,3	3,1
Paesi Bassi	1968-73	1,1	1,3	89,1	28,3	58,9	0,6	0,5	2,2
	1973-79	0,7	1,4	81,4	31,7	56,8	1,1	0,5	5,4
	1979-82	0,6	1,3	80,0	37,2	58,9	3,3	1,1	11,4
Belgio	1968-73	0,2	0,4	86,0	40,8	63,3	1,0	1,1	2,2
	1973-79	0,2	0,7	82,8	45,2	63,8	0,9	0,0	7,1
	1979-82	0,1	0,1	80,4	48,0	64,1	0,3	- 1,2	11,2
Svizzera ⁴	1968-73	1,0	0,8	103,4	52,5	77,5	1,1	1,1	.
	1973-79	- 0,2	0,2	97,2	49,6	73,4	- 1,2	- 1,3	0,3
	1979-82	0,6	1,2	93,1	50,0	71,4	0,8	0,8	0,4

¹ Medie per i periodi 1968-73, 1974-79, 1980-82. ² Quota percentuale delle persone inoccupate sul totale delle forze di lavoro; questa definizione può non coincidere con le definizioni nazionali adottate nella tabella a pagina 27. ³ Popolazione in età compresa fra 14 e 64 anni. ⁴ I lavoratori stagionali stranieri sono compresi nelle forze di lavoro, ma non nella popolazione totale.

Fonti: OCSE, "Historical Statistics" e "Labour Force Statistics".

emergono altresì le difficoltà che presenta la valutazione esatta del ruolo svolto dall'andamento delle forze di lavoro nell'aumento della disoccupazione. Come mostra la tabella, i due possibili termini di raffronto - la situazione dello stesso paese in epoca precedente e gli andamenti contemporanei altrove - conducono a conclusioni contrastanti. Ad esempio, durante tutto il periodo considerato la crescita delle forze di lavoro in Europa è stata sensibilmente più lenta che negli Stati Uniti (e ancora più lenta che in Canada), indicando piuttosto una correlazione inversa tra crescita delle forze di lavoro e l'entità della disoccupazione. D'altra parte, rispetto ai valori in periodi precedenti - che rappresentano forse il termine di paragone più illuminante - in Europa l'aumento recente delle forze di lavoro è stato relativamente forte, pur non accompagnandosi nella prima fase, ossia nel periodo 1968-73, ad un grave deterioramento della situazione occupazionale.

Andamenti tendenziali dell'offerta e della domanda di lavoro, 1960-1984

Paesi/aree	Anni	Incrementi in				Tassi di disoccupazione ²
		forze di lavoro	produzione	produttività	occupazione totale ¹	
		in percentuale annua				in percentuale
Stati Uniti	1960-68	1,6	4,6	2,7	1,8	5,5
	1968-73	2,4	3,5	1,4	2,1	3,6
	1973-82	2,3	1,9	0,1	1,8	4,9
	1983	1,2	3,7	2,4	1,3	9,7
	1984 ³	1,8	6,9	2,6	4,2	7,5
Europa ⁴	1960-68	0,3	4,7	4,5	0,2	2,9
	1968-73	0,7	4,9	4,3	0,6	3,4
	1973-82	0,8	1,9	1,9	0,0	3,5
	1983	0,5	1,3	1,9	- 0,5	9,2
	1984 ³	0,4	2,5	2,7	- 0,2	10,7
Giappone	1960-68	1,4	10,5	8,9	1,5	1,7
	1968-73	1,0	8,8	8,1	1,0	1,2
	1973-82	0,9	3,8	3,0	0,8	1,3
	1983	2,0	3,4	1,7	1,7	2,4
	1984 ³	0,5	5,7	5,1	0,5	2,7

¹ Comprese le forze armate. ² Anni prescelti: 1960, 1968, 1973, 1982, 1984. ³ Dati provvisori. ⁴ Paesi membri dell'OCSE.

In ogni caso, considerando sia il fatto che nell'America del Nord la situazione della disoccupazione non è così grave come in Europa, nonostante un periodo di più rapida crescita delle forze di lavoro, sia le indicazioni discordanti emerse dal raffronto storico nell'ambito europeo, si pone chiaramente la necessità di considerare altresì gli sviluppi dal lato della domanda.

L'occupazione. Dal lato della domanda va parimenti tenuto in maggior considerazione il prezzo del fattore lavoro come un elemento che può contribuire alla disoccupazione. In questo ambito l'aspetto forse più sorprendente è rappresentato dal ben noto raffronto tra la dinamica dell'occupazione nell'America del Nord e quella in Europa. Durante l'intero periodo dal 1973, i posti di lavoro sia in Canada sia negli Stati Uniti sono aumentati di circa un quarto, mentre in Europa non si è avuto in media alcun aumento.

Questo contrastante andamento può essere spiegato, in termini aritmetici, in un modo che può destare sorpresa. Negli Stati Uniti il tasso medio di crescita delle forze di lavoro, poco più del 2% all'anno, si è accompagnato ad un saggio medio di aumento della produttività solo dello 0,5% annuo. Pertanto il tasso di espansione del prodotto necessario a mantenere la crescita dell'occupazione in linea con quella delle forze di lavoro sarebbe stato di circa il 2,5% all'anno, praticamente uguale, cioè, a quello di fatto registrato nell'insieme del periodo.

In Europa le forze di lavoro sono mediamente aumentate solo dello 0,75% all'anno; ma, in presenza di un incremento della produttività di quasi il 2%, il tasso di crescita economica richiesto avrebbe dovuto essere di oltre il 2,5% all'anno, ovvero leggermente superiore a quello degli Stati Uniti. In realtà il tasso conseguito in Europa è risultato inferiore al valore richiesto nella misura di poco più dello 0,75% all'anno. Tuttavia ciò non implica necessariamente che con un saggio di

aumento della produttività inferiore di circa lo 0,75% annuo a quello effettivo – cioè piú vicino al tasso registrato dagli Stati Uniti – la crescita dell'occupazione avrebbe potuto corrispondere a quella delle forze di lavoro. In Europa vi era l'esigenza impellente di migliorare i livelli di efficienza e di competitività.

Non è neppure certo se l'espansione della domanda e della produzione dovesse, o addirittura potesse, essere stimolata. Anzitutto vi è il problema delle conseguenze che avrebbero potuto esservi sulle bilance dei pagamenti dei paesi europei, un aspetto che potrebbe essere di particolare rilevanza se si considera che gran parte del disavanzo esterno degli Stati Uniti trova contropartita al di fuori dell'Europa. In termini piú sostanziali, dal raffronto con gli Stati Uniti emerge, come mostra la tabella seguente, un importante aspetto per cui l'espansione della domanda in Europa risulta comunque relativamente forte. Anche nell'ultimo biennio di mercato regresso della disoccupazione negli Stati Uniti, la domanda in termini nominali in Europa è mediamente aumentata ad un tasso pressoché identico a quello avutosi negli Stati Uniti, con la differenza che in questo paese una parte molto maggiore di questa espansione è derivata da una crescita reale del prodotto anziché da aumenti dei prezzi.

Crescita del PNL in termini nominali e reali

Paesi/aree	Voci	1968-73	1973-79	1979-82	1982-84	1973-84
		crescita annua in percentuale				
Stati Uniti	PNL nominale	8,7	10,5	8,3	9,3	9,7
	PNL reale	3,5	2,8	0,0	5,3	2,5
Europa ¹	PNL nominale	12,2	14,1	15,5	9,5	13,6
	PNL reale	4,9	2,5	0,7	1,9	1,9
Giappone	PNL nominale	16,3	11,7	6,6	5,1	9,1
	PNL reale	8,8	3,6	4,0	4,5	3,9

¹ Paesi membri dell'OCSE.

Le cause fondamentali del lento sviluppo economico e dell'elevata disoccupazione in Europa vanno quasi certamente ricercate nei fattori responsabili di questa sfavorevole configurazione delle componenti prezzo/quantità nella crescita della domanda nominale. L'elenco di questi fattori, pur essendo lungo, comprende sostanzialmente tutta una serie di rigidità nello stesso mercato del lavoro, l'inflazione e, in parte come conseguenza, una mancanza di incentivi all'iniziativa imprenditoriale nel settore privato dell'economia. Una delle manifestazioni forse piú importanti del problema è costituita dalla dinamica delle retribuzioni e dei costi del lavoro.

Non si tratta solo del fatto che, di fronte alle perdite di reddito reale inevitabilmente connesse con il forte rincaro di una materia prima di vitale importanza, le retribuzioni non abbiano mostrato una flessibilità sufficiente. La dinamica stessa delle retribuzioni nominali era già diventata una fonte importante di spinte inflazionistiche sui costi, specie verso la fine degli anni sessanta. Di conseguenza, allorché divenne imprescindibile la necessità di far regredire l'inflazione a livello generale, permaneva il pericolo che una delle sue componenti piú importanti non avrebbe risposto in modo adeguato o sufficientemente rapido.

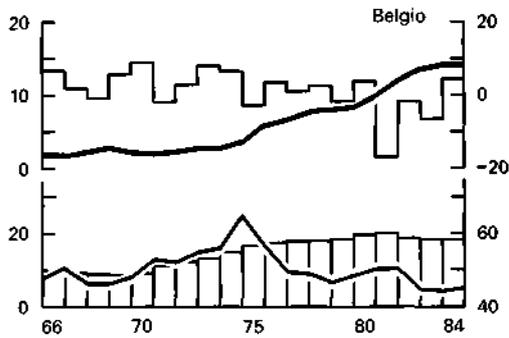
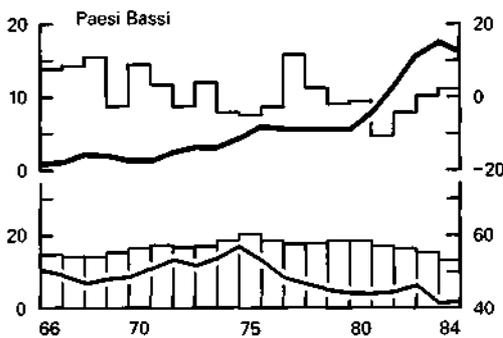
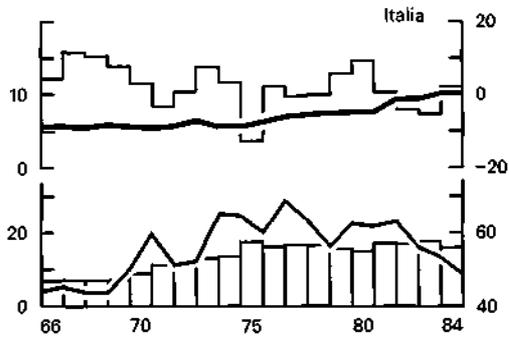
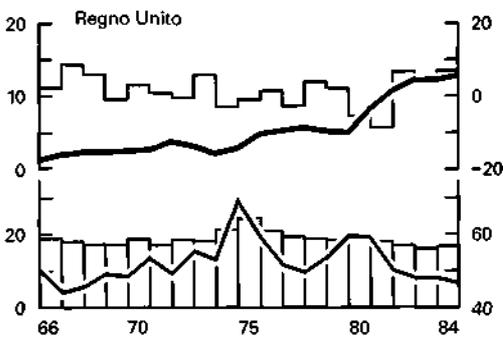
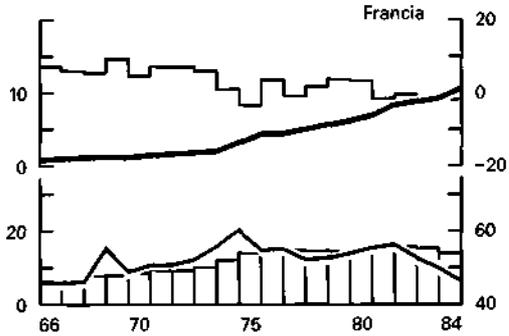
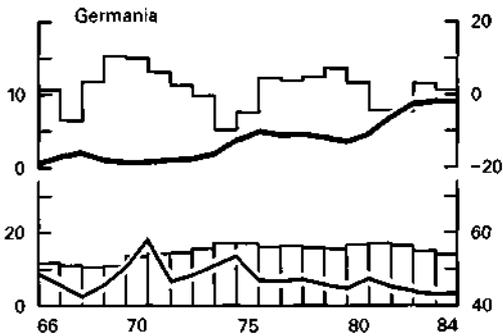
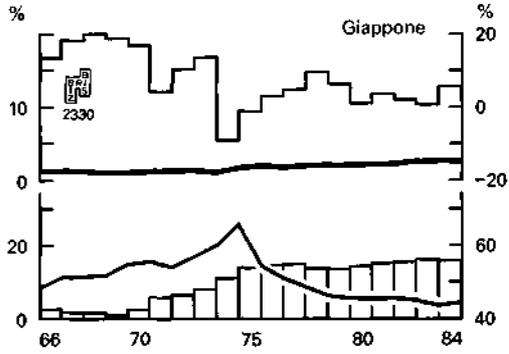
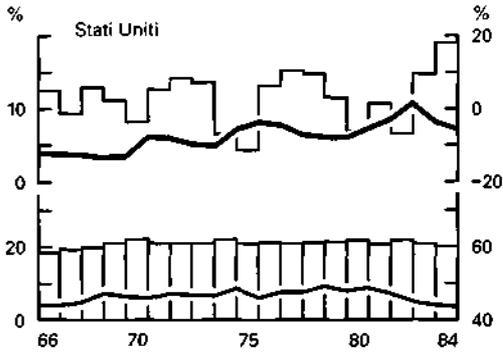
Dinamica della disoccupazione, dei salari e degli investimenti fissi

ordinata di sinistra:

- tasso di disoccupazione
- tasso di crescita delle retribuzioni nominali

ordinata di destra:

- tasso di incremento degli investimenti fissi
- quota dei redditi da lavoro dipendente sul PIL



Oltre al fenomeno delle retribuzioni nominali, molti osservatori hanno anche messo in rilievo di recente la dinamica dei costi salariali reali e le sue implicazioni dal punto di vista della redditività aziendale. In questo caso il parametro rilevante è il costo per il datore di lavoro, un costo su cui ha gravato, in molti casi, una forte progressione degli oneri sociali resa necessaria dalla rapida espansione della spesa pubblica. Anche i costi di assunzione e, soprattutto, di licenziamento della manodopera sono aumentati a seguito di varie modifiche nella legislazione del lavoro. Per molti paesi ciò ha comportato una quota crescente delle remunerazioni complessive dei lavoratori dipendenti sul reddito nazionale. Dal grafico precedente si può rilevare che, così come negli Stati Uniti la progressione dei salari nominali non ha raggiunto quei valori estremi osservati in alcuni paesi europei, analogamente la quota dei redditi da lavoro dipendente sul reddito nazionale non è aumentata in modo altrettanto forte. La conclusione tratta da molti osservatori è che il comportamento dei salari negli Stati Uniti è stato relativamente flessibile e si è adeguato maggiormente alle esigenze dell'occupazione. Per questo aspetto la situazione in Giappone è stata probabilmente ancora più favorevole.

Infine, il grafico mostra altresì che quasi certamente gli andamenti delle retribuzioni nominali e reali hanno agito congiuntamente nel ridurre in misura sensibile il tasso di espansione degli investimenti fissi. Sotto questo profilo è probabile che in certa misura la decelerazione della crescita globale abbia finito con l'autoalimentarsi. A sua volta il rallentamento nell'accumulazione di capitale – in contrasto nuovamente con la situazione negli Stati Uniti – implica senza dubbio che è nel frattempo cresciuta la disoccupazione di tipo strutturale, la quale è probabilmente difficile da affrontare senza ingenti investimenti di ampliamento della capacità produttiva.

La politica fiscale e la combinazione delle politiche

Da qualche tempo vi è ormai generale consenso sull'esigenza di una maggiore disciplina di bilancio. I disavanzi del settore pubblico hanno assunto dimensioni allarmanti, specie a partire dal 1979, e l'espansione della spesa pubblica, nonostante i tentativi di arginarla, ha mostrato insufficienti capacità di adattamento ad una crescita molto più lenta delle risorse complessive a partire dagli inizi degli anni settanta.

Alla luce di ciò, il 1984 presenta a prima vista aspetti contrastanti. Da un lato, vi è stata in media una più decisa riduzione dei disavanzi dell'amministrazione pubblica in rapporto al PNL, dopo un lieve superamento degli obiettivi nel 1983. Si sono avute altresì indicazioni che le dimensioni relative della spesa pubblica possano infine essere ricondotte sotto maggior controllo. D'altra parte, il divario di fondo, o strutturale, tra l'orientamento di politica fiscale negli Stati Uniti e quello in Giappone ed Europa si è ulteriormente ampliato. Nello stesso tempo, poiché il livello dei tassi di interesse nominali ha continuato a superare di diversi punti percentuali la crescita del PNL nominale, specie in Europa, gli oneri finanziari per il servizio del debito del settore pubblico hanno mostrato una preoccupante tendenza ascendente.

Pertanto, nonostante qualche progresso emerso lo scorso anno, in termini di obiettivi di medio periodo la situazione della finanza pubblica necessita in generale

Saldi di bilancio delle Amministrazioni pubbliche

Paesi	1968-73	1974-78	1979-80	1981	1982	1983	1984
	in percentuale del PNL						
Stati Uniti	- 0,3	- 1,4	- 0,3	- 0,9	- 3,8	- 4,1	- 3,4
Giappone . . . . .	.	- 3,4	- 4,1	- 4,0	- 3,6	- 3,5	- 2,6
Germania	0,2	- 3,1	- 2,9	- 3,8	- 3,4	- 2,8	- 2,3
Francia	0,7	- 1,1	- 0,2	- 1,8	- 2,5	- 3,3	- 3,3
Regno Unito	- 0,6	- 4,1	- 3,4	- 3,1	- 2,4	- 3,5	- 3,9
Italia	- 5,6	- 9,2	- 8,7	-11,8	-12,7	-12,4	-13,8
Canada	0,9	- 1,7	- 2,2	- 1,6	- 5,0	- 6,2	- 6,4
Svezia	4,4	2,0	- 3,4	- 5,0	- 6,4	- 4,9	- 3,5
Paesi Bassi	- 0,1	- 2,2	- 3,9	- 5,4	- 7,2	- 6,4	- 5,8
Belgio	- 4,9 ¹	- 7,2	-10,4	-16,3	-14,8	-15,6	-13,8
Svizzera . . . . .	.	.	- 0,6	- 0,2	- 0,7	- 0,9	- 1,2 ²

¹ 1970-73. ² Stime di bilancio.

di un'ulteriore azione correttiva. Una ragione di ciò va ricercata anzitutto nelle dimensioni relative della spesa pubblica che continuano ad essere molto elevate rispetto ai livelli precedenti, specie in Europa. Un'altra ragione deriva tuttavia dalla evoluzione della crescita economica. Negli Stati Uniti il calo nelle dimensioni relative del disavanzo dell'amministrazione pubblica, e in quelle della spesa pubblica, è stato naturalmente ottenuto in buona parte grazie agli effetti automatici della vigorosa crescita economica. Di fatto il deficit strutturale, o di alto impiego, ha registrato un ulteriore grave peggioramento. Così pure il Giappone ha conseguito un certo miglioramento della situazione di bilancio grazie al più forte sviluppo economico, ma in questo caso le autorità sono state evidentemente in grado di sfruttare i vantaggi di questa situazione anche per proseguire nella loro azione di ristrutturazione a medio termine del sistema fiscale.

In Europa la situazione è stata in parte diversa. E' vero che la crescita reale si è mediamente accelerata, ma in misura non ancora sufficiente a produrre apprezzabili benefici per effetto degli stabilizzatori automatici. Nello stesso tempo, soprattutto a causa dell'ulteriore regresso dell'inflazione, la crescita del PNL in termini nominali è rimasta quasi invariata o, in taluni casi, è addirittura diminuita. Conseguentemente, data la tendenza dei tassi di interesse nominali a mantenersi elevati, se si considera l'anno nel suo insieme la situazione attuale e prospettica del servizio del debito ha continuato ad apparire preoccupante, nonostante l'introduzione di ulteriori misure restrittive (in termini matematici, nella misura in cui il tasso medio di interesse sul debito pubblico accumulato - al netto delle imposte percepite sui redditi da interesse - supera il saggio di crescita nominale del reddito nazionale, la quota degli esborsi per interessi sul PNL, *ceteris paribus*, continuerà ad aumentare indefinitamente. In tal caso, o si avrà un'ulteriore dilatazione dello stesso disavanzo di bilancio, oppure dovranno essere corrette altre uscite e/o entrate di bilancio, nel caso ottimale in misura sufficiente ad indurre una flessione dei tassi di interesse e possibilmente una moderata accelerazione della crescita economica. Diversamente, "l'aggiustamento" rischierà di assumere la forma di un'accelerazione dell'inflazione, con un conseguente, possibile alleggerimento dell'onere reale del debito pubblico).

Spesa e pagamenti per interessi delle Amministrazioni pubbliche

Paesi	Spesa totale					Pagamenti per interessi			
	1962	1973	1982	1983	1984	1973	1982	1983	1984
	in percentuale del PNL								
Stati Uniti	28,4	30,6	35,5	35,3	34,4	2,2	4,4	4,6	5,0
Giappone	18,2 ¹	20,9	32,4	33,0	32,5	0,9	4,0	4,4	4,6
Germania	33,6	40,1	47,7	46,7	46,5	1,1	2,8	3,0	3,0
Francia	34,0	35,6	47,9	48,6	49,6	0,8	2,2	2,6	3,0
Regno Unito	34,0	39,6	45,5	45,8	46,2	3,7	5,2	4,8	5,1
Italia	30,5	36,9	53,4	56,0	57,2	2,5	8,4	9,1	9,8
Canada	28,8	34,5	45,7	46,2	47,2	3,9	7,3	7,2	7,9
Svezia	31,1	44,2	67,4	67,1	65,0	1,9	7,1	7,5	7,7
Paesi Bassi	31,7	43,7	58,5	59,9	58,1	2,8	5,2	5,8	6,1
Belgio	30,3	38,9	59,6	59,8	58,8	3,3	9,4	9,6	9,8
Svizzera ²	18,5	24,2	27,7	28,1	28,4	1,5	1,7	1,7	1,7

¹ 1965. ² Valori stimati per gli interessi, e per la spesa nel 1984.

L'azione di ridimensionamento dei disavanzi pubblici nel 1984. Il fatto che permangano problemi irrisolti nell'ambito dell'azione intrapresa nella generalità dei paesi per ricondurre sotto controllo la finanza pubblica non deve far passare in secondo piano gli ulteriori passi compiuti in questa direzione nel 1984.

Negli Stati Uniti, di fronte alla prospettiva di un'ulteriore espansione del cosiddetto *current services deficit* (da \$ 225 miliardi, secondo stime, a quasi \$ 250 miliardi comprese le poste fuori bilancio) nel corso dell'esercizio terminante con il settembre 1984, nel suo messaggio sul bilancio agli inizi del 1983 il Presidente aveva già proposto ulteriori tagli di spesa. Sebbene il disavanzo effettivo sia risultato in realtà di \$ 185 miliardi, la sua crescente componente strutturale aveva indotto il Congresso a varare il cosiddetto *Deficit Reduction Act* del 1984. Gli effetti di questo provvedimento sono peraltro relativamente modesti, poiché raggiungeranno l'ammontare di circa \$ 25 miliardi in ragione annua soltanto nel 1988. Pertanto, all'inizio di quest'anno il Presidente ha proposto ulteriori misure che comprendono il blocco selettivo per un anno di diversi programmi di spesa e degli adeguamenti al costo della vita. Qualora queste proposte venissero attuate – e se le ipotesi dell'Amministrazione sulla crescita economica e sull'andamento dei tassi di interesse sono corrette – il disavanzo federale si ridurrebbe da \$ 222 miliardi per l'esercizio in corso a \$ 180 miliardi nel 1986, e quindi a \$ 82 miliardi nel 1990. Rispetto alle uscite previste mantenendo i programmi attuali, ciò rappresenta tagli di spesa la cui incidenza annua salirebbe da \$ 50 miliardi nell'esercizio 1986 ad oltre \$ 100 miliardi nel 1988.

Permane peraltro gran parte degli effetti sulle entrate derivanti dall'*Economic Recovery Tax Act* del 1981, nonostante i suoi successivi emendamenti. Ad esempio, rispetto alle entrate che il regime fiscale anteriore al 1981 avrebbe prodotto per l'esercizio in corso, si può stimare che il gettito effettivo risulti inferiore di oltre \$ 100 miliardi. Tenuto conto del sostanziale aumento delle spese per la difesa e della marcata tendenza ascendente dei pagamenti per interessi, il Congresso ha ancora davanti a sé un problema di grandi dimensioni.

In altri paesi sono proseguiti gli sforzi per ridurre le spese di bilancio. In Giappone, la relativa debolezza della domanda interna nel 1983 aveva indotto le autorità ad allentare leggermente quello che era stato definito come il bilancio più restrittivo avutosi da diversi decenni. Tuttavia, poiché l'economia ha ripreso slancio, lo scorso anno tali misure si sono rese meno necessarie. Il disavanzo dell'amministrazione pubblica si è pertanto ridotto dal 3,5 al 2,5% del PNL. Per l'esercizio 1985-86 dovrà essere attuata un'ulteriore restrizione alla spesa, il cui aumento programmato, se si escludono i pagamenti per interessi e i trasferimenti agli enti locali, è il più basso dalla fine della guerra.

In Europa molti paesi anettono priorità assoluta alla riduzione dell'incidenza complessiva della spesa pubblica, in quanto necessaria non solo di per sé, ma anche come finanziamento anticipato degli sgravi fiscali richiesti per stimolare il lato dell'offerta dell'economia. In Germania e nel Regno Unito la politica di bilancio è ora formulata in un quadro esplicitamente di medio periodo, un esempio che anche in Belgio si sta cercando di seguire. Per quanto riguarda la Germania, la tabella mostra che è stato ormai conseguito un apprezzabile contenimento della quota della spesa pubblica sul PNL. Oltre all'obiettivo a medio termine di mantenere la crescita della spesa pubblica al di sotto di quella del prodotto, per il 1986 e il 1988 sono previste alcune riduzioni delle imposte sui redditi pur nel contesto di ulteriori flessioni nella quota del disavanzo di bilancio.

Nel Regno Unito, per contro, lo sciopero dei minatori ha influito sfavorevolmente sulla dimensione relativa sia della spesa sia del disavanzo complessivo, ma anche le uscite degli enti locali hanno oltrepassato gli obiettivi prefissati. Nondimeno, i programmi attuali prevedono di mantenere costante il volume della spesa pubblica nell'arco dei prossimi tre anni. Nel frattempo sono stati compiuti considerevoli passi nel processo di "privatizzazione" di imprese a capitale pubblico. I provvedimenti di politica fiscale sono stati anche indirizzati a sostegno dell'occupazione, ad esempio attraverso l'abolizione del contributo addizionale sulla "National Insurance" a carico dei datori di lavoro e lo strumento meno consueto di una graduale cessazione di agevolazioni fiscali sugli ammortamenti.

In Francia e in Italia, nel contesto di una ripresa relativamente incerta, non è stato ancora raggiunto il punto di svolta superiore nella quota della spesa a livello aggregato, per quanto, specie in Italia, una parte considerevole dell'aumento dello scorso anno è imputabile ai pagamenti per interessi. Comunque gli sforzi volti a contenere il disavanzo hanno necessariamente precluso qualsiasi sostanziale progresso verso una riduzione dell'imposizione fiscale. In Francia la precedente "sovrimposta di solidarietà" è stata sostituita da un inasprimento dei tributi a carico delle categorie a reddito più elevato, e un aumento della spesa per lavori pubblici è stato finanziato attraverso un incremento delle imposte sui prodotti petroliferi. Anche in Italia non è stato possibile evitare un certo aumento dell'imposizione indiretta, in aggiunta a misure miranti a ridurre l'evasione fiscale.

Infine, per i paesi minori, alcuni dei quali avevano accusato problemi di finanza pubblica particolarmente gravi, il 1984 ha segnato in certa misura una svolta. Sebbene non si sia potuto evitare del tutto un aumento dell'imposizione, lo scorso anno l'azione restrittiva si è concentrata sulle uscite. Nei Paesi Bassi sono attualmente in vigore particolari restrizioni alle erogazioni per trasferimenti e ai costi di gestione dell'amministrazione pubblica, e in Belgio è in certa misura in atto un

processo di riduzione della spesa pubblica di parte corrente a favore di quella in conto capitale. La Svezia, che tra tutti i paesi considerati presentava una delle quote più alte della spesa pubblica, lo scorso anno è riuscita a ridurre sensibilmente tale quota, e per il 1985 è prevista un'ulteriore leggera flessione persino della spesa in termini nominali.

Gli aspetti internazionali delle varie combinazioni delle politiche. Pur essendo chiaro che vi è una generale tendenza al ridimensionamento della finanza pubblica, esiste tuttora una netta differenza tra la situazione negli Stati Uniti e quella in altri paesi. Ciò non soltanto per il fatto che permangono dubbi sulla possibilità che negli Stati Uniti l'Amministrazione e il Congresso pervengano a definire concordemente un programma di riduzione prospettica della spesa di dimensioni adeguate; ma anche perché già negli ultimi due o tre anni la forte differenziazione tra gli orientamenti di fondo delle politiche nei vari paesi aveva prodotto notevoli effetti sull'economia mondiale. Il più importante fra questi, cioè lo stimolo impartito alla domanda dagli Stati Uniti, ha apportato finora indubbi benefici. Essendosi tuttavia accompagnato ad un sensazionale rialzo del dollaro e ad un disavanzo senza precedenti delle partite correnti americane, è chiaro che esso non potrà esercitare indefinitamente un'azione favorevole. Invero, in assenza di un importante cambiamento negli Stati Uniti, molti osservatori temono che ad un certo punto l'ago della bilancia dei vantaggi e degli svantaggi per gli Stati Uniti stessi e per il resto del mondo si sposti bruscamente nella direzione opposta.

In termini meno drammatici, con il rallentamento della crescita delle importazioni nette negli Stati Uniti, che prima o poi dovrà verificarsi, le autorità monetarie, specie in Europa, dovrebbero essere in grado di ripristinare una più soddisfacente combinazione delle politiche monetarie e fiscali. Anche in relazione agli obiettivi a medio termine di politica di bilancio e di espansione monetaria potrebbe crearsi un maggior margine di manovra per quanto riguarda i tassi di interesse. Una loro diminuzione può essere vista sia come un incentivo alla spesa per investimenti, sia come uno sgravio dell'onere del servizio del debito cui devono attualmente far fronte le autorità nel quadro del più ampio problema della politica fiscale.

Come è stato rilevato in questo stesso capitolo, in ogni caso l'Europa, rispetto al Giappone e al Canada, ha beneficiato di un minore stimolo globale netto proveniente dalle esportazioni, trovandosi tuttavia al tempo stesso sempre più esposta all'impatto potenzialmente inflazionistico del rialzo del dollaro. Questo fatto, del resto, non solo ha posto vincoli all'andamento dei tassi di interesse interni, ma ha anche contribuito a rafforzare nelle autorità europee la percezione di non poter affrontare il rischio di adottare il modello di *policy-mix* degli Stati Uniti. Per esse la compressione della spesa pubblica costituiva un presupposto essenziale per una riduzione dell'imposizione fiscale. In effetti, proprio in considerazione degli altissimi livelli di spesa del settore pubblico, le autorità europee avevano giudicato che un'azione diretta a stimolare l'economia dal lato fiscale avrebbe comunque rischiato di riattivare le aspettative inflazionistiche, dimostrandosi così in ogni caso inefficace.

In considerazione dei tempi lunghi che richiede il processo di riduzione della spesa in atto in Europa, è quindi importante che gli effetti sulla domanda esercitati a livello internazionale dalla politica economica americana non subiscano una brusca inversione a causa di una prematura recessione. Infatti quand'anche — in circostanze

che implicino un indebolimento del dollaro — si rendesse possibile una certa riduzione dei tassi di interesse negli altri paesi, non è detto che il suo effetto sia di portata sufficiente, in assenza delle riduzioni del carico tributario che rappresentano un obiettivo di più lungo periodo. Pertanto, l'ideale sarebbe un aggiustamento pronto e sostanziale della politica fiscale americana, unitamente alla completa attuazione, nel più breve tempo possibile, dei programmi di restrizione alla spesa pubblica negli altri paesi. Ciò faciliterebbe il ritorno a più bassi tassi di interesse a livello internazionale e potrebbe con il tempo consentire alle autorità europee di adottare provvedimenti fiscali orientati al lato dell'offerta dell'economia, se e quando esse lo giudicheranno appropriato.

III. L'EVOLUZIONE DELLA STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI

Aspetti salienti

Nel corso del 1984 gli sviluppi in campo finanziario sono stati fortemente influenzati dalle difformità negli orientamenti delle politiche, nonché da fattori congiunturali e strutturali. Negli Stati Uniti ha continuato ad accrescersi la domanda strutturale di credito del settore pubblico, e al tempo stesso la fase più avanzata della ripresa si è rispecchiata negli alti livelli di ricorso al credito da parte del settore privato. Si possono nutrire dubbi circa la sostenibilità del ritmo di espansione del credito osservato di recente in questo paese, dati gli afflussi di capitale di ammontare senza precedenti e le variazioni dei rendimenti che l'hanno accompagnato. A prescindere dalla Germania, dove vi è parimenti stata una crescita nella domanda netta di finanziamento del settore societario, nella maggior parte degli altri paesi industriali si è registrato un consolidamento dei bilanci delle imprese e del settore pubblico. In Europa ciò ha rispecchiato la fase iniziale del ciclo degli investimenti ed il persistente indirizzo restrittivo della politica fiscale, mentre in Giappone il forte aumento dei profitti ha consentito alle imprese di effettuare considerevoli investimenti e di migliorare in pari tempo le loro posizioni finanziarie.

In una prospettiva di lungo periodo le variazioni strutturali nei saldi settoriali sono strettamente legate alle tendenze nell'accumulazione di attività e passività finanziarie. In gran parte dei paesi maggiori le Famiglie negli ultimi anni hanno accumulato ricchezza finanziaria netta ad un tasso superiore a quello di crescita del reddito nazionale, mentre le Imprese hanno agito piuttosto nel senso di espandere parallelamente sia le attività sia le passività finanziarie. Alla base di questi movimenti a livello aggregato si sono manifestati altresì significativi cambiamenti nella composizione del portafoglio, in reazione al variare dei rischi e dei rendimenti, nonché a causa di altri fattori strutturali. Ad esempio, è aumentata la quota dei depositi a tassi di interesse correlati a quelli di mercato, così come gli investimenti indiretti delle Famiglie in azioni, obbligazioni e nella proprietà immobiliare. Taluni strumenti, come i depositi a termine, hanno in effetti assunto scadenze più brevi, divenendo così più liquidi, ma spostamenti in senso contrario nella composizione del portafoglio possono aver lasciato più o meno invariata la liquidità degli operatori economici.

Tali tendenze di lungo periodo esercitano un influsso determinante sull'evoluzione dei mercati finanziari e sono a loro volta influenzate dai mutamenti nel sistema finanziario, in particolare dal processo di innovazione finanziaria, alcuni aspetti del quale sono stati analizzati diffusamente nelle Relazioni annuali pubblicate nel 1983 e 1984. In questa Relazione l'innovazione finanziaria è trattata nel più ampio contesto delle variazioni nella domanda e offerta complessiva di attività e dell'incanalamento dei fondi sia attraverso gli intermediari finanziari sia direttamente ad opera dei mercati.

In un certo numero di paesi i mercati finanziari aperti hanno assunto negli ultimi anni un ruolo più importante rispetto al passato. Le banche e le altre

istituzioni finanziarie hanno avuto la tendenza a ricorrere in misura crescente ai mercati, non da ultimo al fine di difendere la propria quota nei flussi creditizi complessivi. Pertanto, queste istituzioni fissano sempre più il prezzo delle loro attività e passività in funzione delle condizioni di mercato. Più in generale, la liberalizzazione e la crescente concorrenza stanno alterando i canali di trasmissione della politica monetaria ed incidono sul processo di creazione della moneta. Per una serie di ragioni tali sviluppi sono stati meno marcati, nel corso degli ultimi anni, in Germania e in alcuni paesi confinanti.

I problemi di politica monetaria posti dai cambiamenti intervenuti nella natura e nella sede dell'intermediazione finanziaria riguardano l'efficacia, la stabilità e la configurazione degli strumenti della politica. E' chiaro che i principali prezzi finanziari – tassi di interesse e tassi di cambio – sono oggi più sensibili all'interazione fra la domanda e l'offerta, e possono così contribuire ad un'allocatione più efficiente delle risorse. Al tempo stesso, tuttavia, il restringimento dei margini concorrenziali e la maggiore variabilità dei prezzi finanziari possono far sorgere problemi in termini di stabilità dei mercati finanziari. Il maggiore ruolo assunto dai mercati e dagli strumenti remunerati a tassi di mercato ha importanti implicazioni per la formulazione e l'attuazione sia della politica monetaria sia della politica di vigilanza, le quali hanno acquistato una maggiore interdipendenza in seguito all'evoluzione delle condizioni finanziarie.

Le variazioni nei saldi finanziari dei settori

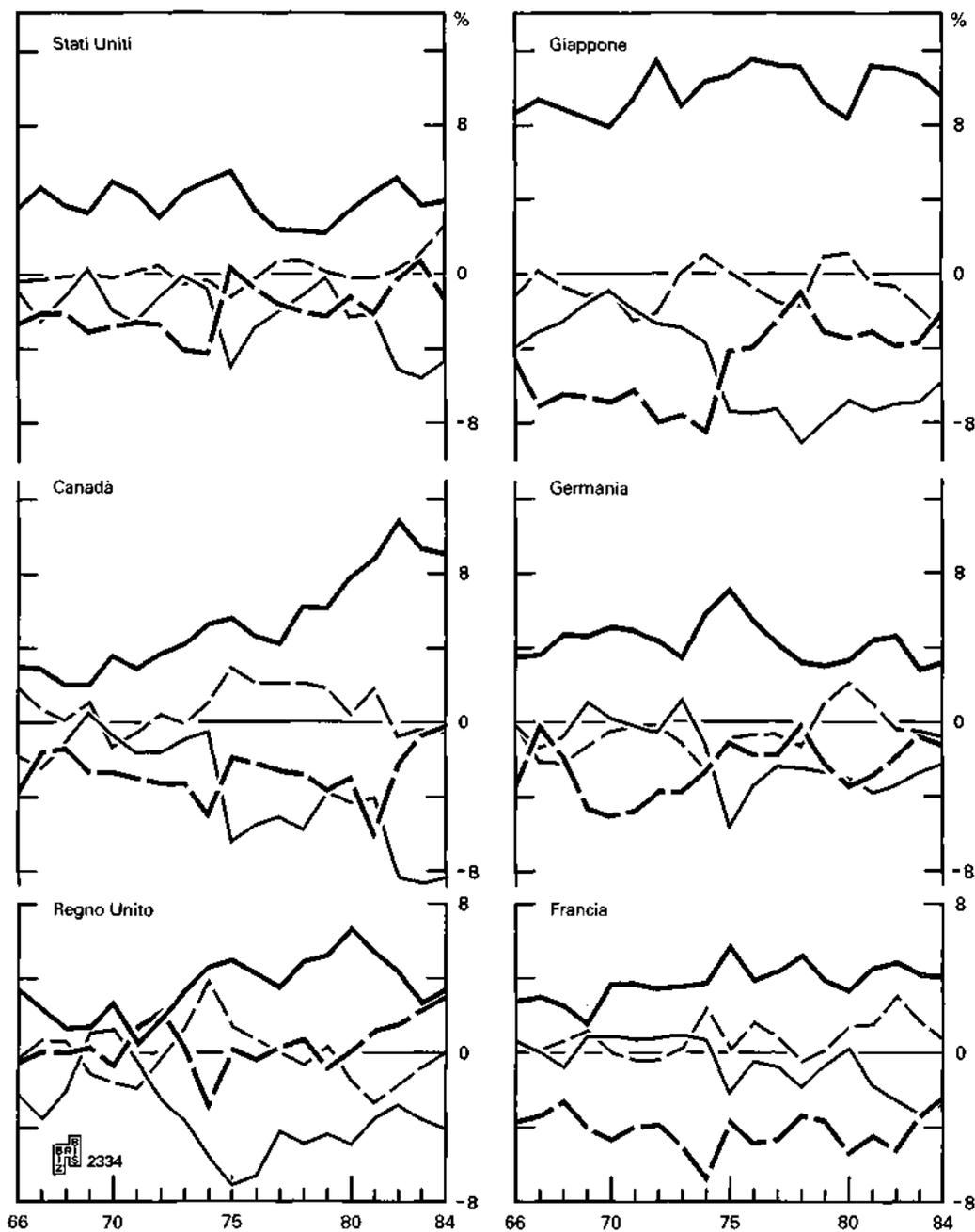
Le variazioni nei saldi finanziari dei settori possono essere considerate come l'“interfaccia” fra le sfere reale e finanziaria dell'economia e costituiscono un importante indicatore dell'attività finanziaria. Infatti un saldo eccedente, equivalente alla differenza positiva fra risparmio e investimento, può essere impiegato per accrescere le attività finanziarie oppure ridurre le passività finanziarie in essere, mentre un saldo negativo deve essere finanziato attraverso la cessione di attività oppure mediante nuovo indebitamento. In certa misura queste variazioni sono spiegabili in termini di dinamica congiunturale; esse potrebbero però anche rispecchiare aggiustamenti di bilancio in funzione di sviluppi a più lungo termine, nonché mutamenti evolutivi nella struttura del sistema finanziario.

Nel corso del 1984 la posizione finanziaria delle imprese non finanziarie è andata migliorando nella maggior parte dei paesi del Gruppo dei Dieci, eccetto Stati Uniti e Germania; in certi casi, come nei Paesi Bassi, il rafforzamento è stato particolarmente marcato nel settore dell'esportazione. Il miglioramento è dovuto ad una ripresa congiunturale della redditività accompagnata, se si eccettua il Giappone, ad una crescita ancora relativamente debole degli investimenti. Dato lo stadio non avanzato della ripresa economica nella maggior parte di questi paesi, la crescita produttiva è stata finora conseguita soprattutto mediante il più intenso utilizzo della capacità e un più diffuso ricorso al lavoro straordinario. Le imprese si sono avvalse di questa opportunità per ricostituire la loro liquidità e ridurre l'onere debitorio. Sebbene le variazioni nei saldi finanziari delle Imprese siano state analoghe in tutti questi paesi, i livelli effettivi di tali saldi si presentano differenziati. Ne sono esempi estremi il Regno Unito ed i Paesi Bassi, dove le società hanno continuato a realizzare un avanzo finanziario, in contrasto con i tradizionali saldi negativi del

Saldi finanziari dei settori¹

In percentuale del PNL

- settore privato: Famiglie
- - - settore privato: Imprese non finanziarie
- settore pubblico²
- - - settore estero



¹Basati sui dati del "flusso dei fondi" oppure sui conti finanziari. A causa di discrepanze nella definizione dei settori adottata nel sistema dei "flussi dei fondi" e nelle statistiche di contabilità nazionale, i saldi finanziari del settore pubblico possono differire da quelli indicati in altre tabelle o grafici della Relazione. I dati per il 1984 sono provvisori. ²Per Canada, Germania, Giappone e Regno Unito, comprende le imprese del settore pubblico.

settore negli altri paesi. La principale eccezione alla tendenza verso un rafforzamento finanziario è costituita dagli Stati Uniti, paese in cui la ripresa economica si trovava ad uno stadio più avanzato ed è proceduta più vigorosamente che in Europa. Un siffatto profilo è riscontrabile anche in Germania, dove le imprese stanno investendo, sia in capitali fissi sia in scorte, ad un ritmo superiore a quello della maggior parte degli altri paesi europei. In Giappone, il miglioramento nella posizione finanziaria delle Imprese è stato prodotto dall'eccezionale aumento dei profitti, ed ha potuto realizzarsi *nonostante* i forti investimenti e l'ampio ricorso al credito.

Le Famiglie tendono ad accrescere il risparmio e l'accumulazione di ricchezza finanziaria durante una fase di svolta ascendente del ciclo, in quanto la spesa in beni di consumo non durevoli risponde tipicamente con un certo ritardo ad incrementi di reddito. In taluni paesi, tuttavia, vi può essere un effetto compensativo proveniente da un'accelerazione degli acquisti di beni durevoli e degli investimenti in abitazioni durante la ripresa.

Nel 1984 questi fattori compensativi paiono essere stati prevalenti in Canada e Giappone, dove vi è stata una flessione dell'avanzo finanziario del settore Famiglie, nonostante l'aumento del reddito disponibile. Questo risultato pare essere dovuto principalmente ad acquisti di beni durevoli. Per contro, in Francia, Belgio e Svezia la debole dinamica dei redditi delle Famiglie derivante dal protrarsi degli effetti della recessione, assieme ai provvedimenti di aggiustamento fiscale, è stata la ragione principale del calo segnato dall'accumulazione netta di attività da parte del settore. Negli Stati Uniti l'ecedenza delle Famiglie è invece aumentata, di riflesso alla più rapida crescita del reddito ed allo sfasamento nella espansione dei consumi, caratteristico della fase avanzata del ciclo. Un profilo analogo è riscontrabile in Germania (dove il settore Famiglie comprende l'edilizia abitativa) e nel Regno Unito, nonostante lo stadio precoce della ripresa.

Nel 1984 vi è stato nella maggior parte dei paesi un miglioramento del saldo finanziario del settore pubblico. In certa misura esso è stato di natura ciclica poiché gli stabilizzatori automatici hanno determinato un aumento del gettito fiscale ed un rallentamento nell'espansione, o addirittura una contrazione, dei trasferimenti a favore delle persone senza lavoro. Molti paesi industriali hanno però altresì proseguito la politica di aggiustamento fiscale con ulteriori interventi, in particolare riduzioni della spesa pubblica, ma anche un certo inasprimento dell'imposizione fiscale. D'altra parte, l'inflazione calante, di cui si è trattato nel Capitolo II, ha portato ad un'attenuazione del drenaggio fiscale, e in gran parte dei paesi permangono gravi problemi di disoccupazione e continuano ad aumentare fortemente gli esborsi per interessi sul debito in essere. In Francia, così come in numerosi altri paesi, si può ritenere che i trasferimenti per prestazioni sociali, l'onere degli interessi ed il limitato gettito fiscale siano le cause all'origine del fatto che il miglioramento del deficit pubblico è risultato inferiore al previsto. Nel Regno Unito vi è stato un aumento del disavanzo del settore pubblico, ma ciò è dovuto principalmente alle circostanze eccezionali del conflitto di lavoro nell'industria mineraria. Negli ultimi anni gli Stati Uniti si sono differenziati rispetto agli altri paesi nel ricorso a stimoli discrezionali di politica fiscale. Le aliquote d'imposta sono state abbassate in misura sensibile pur in presenza di una forte espansione delle spese militari. Pertanto, mentre nella maggior parte degli altri paesi è stato ridotto

il disavanzo strutturale del settore pubblico, negli Stati Uniti esso ha subito un forte incremento. Per effetto della forte ripresa economica americana e dell'ampliamento del saldo negativo del settore Imprese, il leggero calo congiunturale del deficit del settore pubblico è stato insufficiente ad impedire una consistente espansione del disavanzo finanziario complessivo interno.

La contropartita di ciò è stata un'ingente crescita degli afflussi netti di capitali negli Stati Uniti, corrispondente ad un crescente avanzo finanziario del settore Estero. Questa crescita ha in parte rispecchiato un maggiore indebitamento netto delle imprese non finanziarie e una marcata riduzione del credito erogato dalle banche statunitensi al settore Estero. Nella maggior parte degli altri paesi il miglioramento della posizione del settore pubblico e la debolezza della ripresa economica interna, che ha frenato le importazioni, si sono accompagnati ad un miglioramento nel saldo netto con l'estero. I deflussi di capitali da Paesi Bassi, Germania, Canada e Belgio si sono accresciuti principalmente a causa di fattori congiunturali, mentre i deflussi del Giappone, che è divenuto il maggiore esportatore di capitali, dovrebbero forse essere considerati in gran parte di natura strutturale, data la configurazione di lungo periodo dei flussi finanziari in questo paese, che sarà trattata in particolare più avanti.

Flussi congiunturali e strutturali. Per cogliere meglio l'ampiezza e la stabilità degli spostamenti in atto nelle posizioni dei settori può essere utile un loro raffronto con quelli intervenuti nelle fasi di crescita economica del 1970-74 e del 1976-79.

Il grafico a pagina 42 indica che la posizione finanziaria del settore Imprese ha storicamente avuto la tendenza a deteriorarsi fortemente soltanto nelle fasi finali di ciascun ciclo economico. In Germania vi fu di fatto un miglioramento della posizione finanziaria delle società durante tutta la fase ascendente del 1970-74, anche se ciò venne influenzato dalle attese speculative di un apprezzamento della moneta. Le variazioni recenti sono così a grandi linee simili a quelle avutesi in precedenti periodi di ripresa, se si considera la diversa posizione nel ciclo dell'Europa rispetto agli Stati Uniti ed al Giappone. Nondimeno la ripresa resta debole in gran parte dei paesi europei se giudicata in termini di indebitamento netto delle imprese.

In precedenti cicli congiunturali l'inflazione crescente aveva talvolta agito nel senso di aumentare l'accumulazione di attività finanziarie da parte delle Famiglie, mentre nel ciclo attuale il calo dell'inflazione ha condotto ad un contenimento di tale tendenza. Questo profilo, che rispecchia gli effetti di ricchezza sul risparmio, è presente in gradi differenti in un certo numero di paesi. Soltanto nel Regno Unito l'attuale fase di ripresa si è accompagnata a cali senza precedenti nell'avanzo del settore Famiglie. Questo andamento pare rispecchiare cambiamenti strutturali nel sistema finanziario (esaminati più avanti) piuttosto che un differente comportamento ciclico.

Nel settore pubblico i miglioramenti nel saldo finanziario sono stati tradizionalmente maggiori di quelli osservati finora nel ciclo in corso. Negli Stati Uniti ciò è il risultato di un disavanzo strutturale ancora crescente pur in presenza di un'accelerazione della domanda di credito del settore privato. La dinamica osservabile nella maggior parte dei paesi europei rispecchia una situazione di debolezza economica, nonostante i protratti sforzi volti ad un rafforzamento a medio termine delle posizioni finanziarie. In altri termini, se si escludono i casi

importanti degli Stati Uniti, del Giappone e, in certa misura, della Germania, il disavanzo finanziario del settore pubblico nel 1984 è stato fortemente influenzato dall'ulteriore ristrutturazione dei bilanci nel settore privato, risultante da una crescita relativamente modesta degli investimenti e da una generale debolezza dell'attuale fase espansiva in raffronto con quelle degli anni settanta.

Per il settore Estero, i cicli negli anni settanta hanno comportato tipicamente un aumento dei flussi finanziari in entrata durante le fasi di ripresa con l'accrescersi dei disavanzi nei pagamenti correnti, sebbene nel caso del Giappone ciò abbia avuto la tendenza a verificarsi in uno stadio avanzato del ciclo e possa essere ricollegato al rincaro del petrolio e delle altre materie prime. Per contro, i deflussi netti di capitali osservati lo scorso anno in molti paesi al di fuori degli Stati Uniti rispecchiano gli effetti della configurazione inconsueta dei tassi di cambio e lo sfasamento congiunturale fra Europa e Stati Uniti.

I flussi settoriali manifestano altresì aspetti strutturali indipendenti dal ciclo, sebbene la natura eccezionale della passata recessione li renda più difficilmente discernibili dai fattori congiunturali. Tradizionalmente le Famiglie hanno realizzato un avanzo finanziario accumulando ricchezza per investimenti, a fini pensionistici e a scopo precauzionale. Naturalmente, a questo riguardo gli andamenti nei singoli paesi presentano ampie differenze. Il settore Famiglie in Giappone continua a far registrare un ampio avanzo dell'ordine del 10% del PNL, mentre il saldo positivo negli Stati Uniti, in Germania, nel Regno Unito e in Francia è stato tendenzialmente assai inferiore, intorno al 3%; in Svezia il settore Famiglie ha avuto la tendenza ad essere in disavanzo. Le cause dell'eccedenza finanziaria in Giappone paiono essere collegate al sistema retributivo basato su gratifiche, al basso livello delle pensioni, al crescente numero di persone in età più avanzata, alla limitata disponibilità di credito per le Famiglie, all'elevato costo delle abitazioni ed alle spese per fini di formazione professionale, tutti fattori che accrescono le esigenze di investimento e di liquidità. Si prevede che nel corso del prossimo decennio l'invecchiamento della popolazione ridurrà sostanzialmente l'eccedenza finanziaria. Nel caso della Svezia, per converso, i disincentivi al risparmio delle Famiglie derivano dall'attuale sistema pensionistico e dall'ampia deducibilità degli interessi passivi ai fini fiscali, anche se la portata di questa agevolazione ha subito un certo ridimensionamento negli ultimi anni.

Benché le dimensioni comparative dei saldi finanziari del settore Famiglie presentino differenze, nella maggior parte dei casi le eccedenze strutturali in termini deflazionati sono rimaste relativamente stabili, in rapporto sia al reddito del settore sia al PNL. Le principali eccezioni a riguardo sono costituite da Regno Unito e Canada, dove le variazioni sono intervenute in conseguenza di aggiustamenti dal lato delle passività in essere. Nel Regno Unito il surplus atipicamente modesto è derivato da una forte crescita nel ricorso al credito in seguito alla liberalizzazione del mercato. In Canada l'avanzo finanziario eccezionalmente elevato registrato di recente va visto come riflesso dell'accumulazione di passività durante gli anni settanta, allorché i tassi di interesse reali erano su livelli bassi, la quale aveva lasciato esposte le Famiglie all'impatto del susseguente aumento dei tassi di interesse. L'attuale eccedenza rispecchia il tentativo di ridurre l'onere debitorio, che nel 1982 aveva addirittura portato ad una diminuzione in termini assoluti delle passività. E' improbabile che tali configurazioni estreme dei saldi possano mantenersi per lungo

tempo. Nel Regno Unito, con il crescere dell'onere per interessi, dovrebbe intervenire un freno all'indebitamento, ma si può ritenere che il servizio del debito delle Famiglie non abbia ancora raggiunto la soglia di dissuasione. In Canada è improbabile che il rimborso di passività possa continuare ai ritmi attuali, come mostrato dall'indebitamento lordo positivo nel 1983 e 1984.

Il settore Imprese tende di regola ad essere deficitario poiché gli investimenti fissi e le variazioni delle scorte superano i profitti. Il Regno Unito ed i Paesi Bassi costituiscono casi atipici, in quanto le società non finanziarie non presentano costantemente una posizione di disavanzo. Anche negli Stati Uniti, in Giappone e in Germania negli ultimi anni i deficit strutturali del settore Imprese mostrano un certo calo, forse dovuto ad una precedente diminuzione dei saggi di rendimento degli investimenti fissi e ad una conseguente flessione degli investimenti medesimi.

Il disavanzo strutturale del settore pubblico si è ampliato praticamente in tutti i paesi a partire dai primi anni settanta, sebbene nel periodo più recente in parecchi paesi europei esso abbia subito una contrazione per effetto dell'azione di risanamento della finanza pubblica. Tali deficit rispecchiano in parte sia una più alta disoccupazione strutturale sia i maggiori esborsi per interessi passivi. L'indebitamento lordo in essere del settore pubblico nell'insieme dei paesi del Gruppo dei Dieci è ora pari ad oltre il 30% del PNL, e supera il 75% in Italia e in Belgio.

Gli andamenti nella domanda di credito

In molti paesi, nei flussi creditizi lordi del 1984 può essere individuata una certa componente congiunturale se si considera sia la fase del ciclo, sia taluni importanti *trends* di lungo periodo o fattori strutturali. L'andamento del credito totale durante l'attuale fase espansiva può essere attribuito ad un clima di maggior fiducia, alla più elevata propensione al consumo ed all'accresciuta volontà di ampliare i bilanci e di modificarne la struttura a favore delle attività reali. Benché vadano parimenti considerate le variazioni nelle attività detenute, parrebbe che nella maggior parte dei casi i cambiamenti nei saldi finanziari settoriali abbiano ampiamente rispecchiato i movimenti nel credito piuttosto che le variazioni nella disponibilità di attività finanziarie. Pertanto, molti dei fattori alla base degli spostamenti nei saldi dei settori spiegano altresì i flussi lordi del credito.

L'espansione del credito totale. Lo scorso anno negli Stati Uniti l'espansione del credito totale in rapporto al PNL è rimasta vicina al suo massimo storico, dato che la ripresa economica ha stimolato la domanda di fondi delle imprese, mentre è cresciuto l'indebitamento delle Famiglie ed è continuato l'ampio ricorso al credito del settore pubblico. Benché l'assorbimento di fondi sul mercato creditizio da parte del Tesoro USA sia stato pari a non più del 7% del PNL, occorre considerare che esso è salito alquanto rapidamente rispetto al 3% soltanto del 1981 e rappresenta una pressione sproporzionata sul livello relativamente basso del risparmio nazionale. In effetti, il disavanzo del settore pubblico USA dal 1982 ha contribuito a determinare il brusco incremento al livello di 1,6 del rapporto fra il debito netto totale dei settori non finanziari ed il PNL, rapporto che era rimasto pressoché costante sull'1,4 dalla fine della guerra, sebbene i dati relativi agli altri paesi

Fondi raccolti dai settori interni non finanziari

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
	in percentuale del PNL									
Stati Uniti										
Famiglie	3,5	5,3	7,3	8,0	7,4	4,6	4,3	3,1	5,3	6,6
Imprese (compreso settore agricolo)	3,3	4,7	5,9	5,9	6,0	5,3	5,0	4,2	4,7	4,6
Amministrazioni pubbliche	6,3	4,8	3,6	3,2	2,3	3,7	3,2	6,3	6,8	6,3
Totale	13,1	14,8	16,8	17,1	15,7	13,6	12,5	13,6	16,8	17,5
di cui: obbligazioni e altri titoli	8,1	6,5	5,5	5,0	4,0	5,4	5,1	7,5	7,8	8,4
azioni	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,3	0,5	-0,4	0,4	0,9	-2,0
Canada										
Famiglie	8,5	10,2	9,5	8,5	10,5	7,5	6,3	-1,8	4,2	4,0
Imprese	4,3	4,1	3,2	5,6	5,6	5,9	10,4	3,7	1,0	3,3
Settore pubblico	7,9	7,9	7,7	10,6	4,8	7,4	8,0	10,1	9,6	9,3
Totale	20,7	22,2	20,5	24,6	20,9	20,8	24,7	12,1	14,8	16,6
di cui: obbligazioni e titoli a breve	6,5	4,7	7,5	7,4	5,7	8,3	6,9	10,1	10,3	6,5
azioni	0,5	0,5	1,3	2,5	1,3	1,3	1,5	1,2	1,5	0,7
Giappone										
Famiglie	7,1	6,4	5,4	5,5	5,8	5,8	4,2	4,0	4,6	4,8 ¹
Imprese	11,9	10,1	7,5	6,0	6,0	7,5	8,8	8,6	8,0	8,9 ¹
Settore pubblico	9,3	10,5	10,4	13,8	10,6	10,8	10,4	8,4	9,6	7,1 ¹
Totale	28,3	27,0	23,3	25,2	22,3	24,0	23,5	21,0	22,2	20,7 ¹
di cui: obbligazioni	6,8	7,7	8,4	11,0	7,8	8,2	8,4	6,3	7,2	6,7 ¹
azioni	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	0,5	0,6 ¹
Germania										
Famiglie ²	3,0	3,7	4,2	5,1	5,7	4,9	4,1	3,4	4,2	3,6
Imprese	4,2	5,8	5,0	4,1	5,3	6,0	6,2	4,9	4,5	4,9
Amministrazioni pubbliche	6,3	4,2	3,1	3,4	3,0	3,7	4,9	4,3	3,4	2,7
Totale	13,5	13,7	12,3	12,6	14,0	14,6	15,2	12,6	12,1	11,2
di cui: obbligazioni	1,9	1,1	1,7	0,9	0,4	0,1	0,1	2,3	2,0	1,7
azioni	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3	0,4	0,3
Francia										
Famiglie	3,9	5,9	4,6	4,1	6,1	4,3	4,4	3,9	4,1	3,1
Imprese	6,9	8,4	8,8	6,9	7,5	8,8	8,4	9,4	6,8	6,5
Amministrazioni pubbliche	4,9	3,5	3,3	4,6	2,9	1,7	4,3	6,8	3,4	5,0
Totale	15,7	17,8	16,6	15,5	16,5	14,8	17,1	20,1	14,3	14,6
di cui: obbligazioni	3,4	1,1	1,3	2,1	1,5	1,5	2,7	4,4	3,9	4,2
azioni	1,1	1,2	1,0	1,2	1,1	1,7	1,7	1,2	1,3	1,8
Regno Unito										
Famiglie	3,1	3,6	4,0	4,6	5,4	4,5	5,7	6,9	6,7	6,7 ¹
Imprese	3,2	3,2	3,8	2,3	4,4	4,6	3,9	3,0	2,3	2,1 ¹
Settore pubblico	9,5	7,1	10,7	3,8	7,2	5,9	4,5	3,4	3,6	4,0 ¹
Totale	15,8	13,9	18,6	10,8	17,1	15,0	14,0	13,3	12,6	12,8 ¹
di cui: obbligazioni	6,1	5,0	6,7	4,2	6,0	4,4	3,7	2,3	4,2	2,9 ¹
azioni	0,9	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,6	0,3	0,6	0,3 ¹
Italia										
Famiglie	0,8	0,7	0,9	0,9	1,1	1,4	0,9	0,8	0,8	.
Imprese	11,5	13,5	8,5	9,7	10,0	10,6	11,6	8,2	9,8	.
Settore pubblico	14,7	11,2	10,2	15,2	11,8	11,1	13,4	16,3	17,0	16,6
Totale	27,0	25,4	19,6	25,8	22,9	23,1	25,9	25,3	27,6	.
di cui: obbligazioni	12,8	7,9	11,4	12,0	7,1	7,4	10,6	12,8	15,4	.
azioni	1,9	1,9	1,6	2,9	1,7	2,0	2,8	2,6	3,8	.
Belgio										
Famiglie	9,2	3,9	3,7	3,8	4,1	2,6	0,9	0,7	1,0	5,2 ²
Imprese	6,5	6,5	6,5	5,5	5,6	4,8	5,2	3,2	4,2	5,2 ²
Amministrazioni pubbliche	6,5	8,0	8,0	8,4	9,3	11,5	15,9	16,0	15,0	12,6 ²
Totale	15,8	18,4	18,2	17,7	19,0	18,9	22,0	19,9	20,2	17,8 ²
di cui: obbligazioni	6,2	8,0	7,6	6,2	4,0	3,4	4,3	10,5	8,4 ²	8,4 ²
azioni	0,0	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,4	1,1	0,1 ²
Paesi Bassi										
Famiglie e Imprese	8,3	8,7	9,3	10,2	8,1	6,8	4,7	4,1	2,8	2,6
Amministrazioni pubbliche	3,8	3,8	3,2	2,7	3,3	4,7	7,1	8,6	9,0	8,0
Totale	12,1	12,5	12,4	12,9	11,4	11,6	11,8	12,7	11,8	10,6
di cui: obbligazioni	2,0	1,3	1,0	0,7	0,8	1,7	2,5	4,4	5,4	5,3
azioni	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3
Svezia										
Famiglie ² . . . . .	.	.	14,7	7,2	7,2	6,1	5,6	6,3	5,7	5,4 ³
Imprese . . . . .	.	.	5,1	6,0	5,4	7,3	6,6	6,3	6,5	8,9 ³
Amministrazioni pubbliche . . . . .	.	.	5,1	8,5	9,8	10,6	12,2	13,7	12,2	9,4
Totale . . . . .	.	.	19,8	21,7	22,4	24,0	24,4	26,4	24,4	23,7
di cui: obbligazioni . . . . .	.	.	5,5	11,5	10,0	8,6	13,4	11,4	10,7	11,3
azioni . . . . .	.	.	1,2	1,2	1,0	1,4	1,4	1,8	2,0	2,2

¹ Primi tre trimestri. ² Compreso il settore dell'edilizia abitativa. ³ Stime.

indichino che la stabilità di questo rapporto non è una regola generale. In Giappone, nel Regno Unito, in Canada e in Germania nel periodo più recente la propensione della pubblica amministrazione e delle Famiglie al ricorso al credito è stata essenzialmente dominata da tendenze di lungo periodo o da cambiamenti strutturali, e l'espansione del credito totale è rimasta al disotto dei livelli degli anni settanta.

Al di fuori degli Stati Uniti la domanda di credito delle Imprese non è stata vigorosa, anche se in Giappone e in Germania si sono avute indicazioni di una ripresa dell'indebitamento delle società per fini di investimento. Tuttavia, anche in questi paesi il maggiore ricorso al finanziamento esterno non ha assunto la forma di emissioni azionarie, poiché le imprese si sono avvalse principalmente di emissioni di obbligazioni e del credito bancario.

In generale i paesi che nel 1984 hanno registrato i più elevati tassi di espansione del credito totale, come ad esempio gli Stati Uniti, hanno anche subito un peggioramento nei conti con l'estero, mentre è accaduto il contrario in quei paesi, come il Giappone, la Germania e i Paesi Bassi, dove vi è stato un rallentamento nella crescita del credito totale.

I fondi raccolti attraverso il sistema bancario. In presenza di un pesante fabbisogno di indebitamento del settore pubblico e di elevati tassi di interesse a lungo termine, nella maggior parte dei paesi i prestiti bancari costituiscono attualmente la principale fonte di credito per il settore delle Imprese. Tale categoria di credito è stata per lungo tempo una variabile o indicatore essenziale nella formulazione della politica monetaria, dapprima in quanto tale, e negli ultimi anni, almeno in certi paesi, anche in quanto contropartita della crescita dell'offerta di moneta. Essa ha anche subito fortemente l'impatto del processo di deregolamentazione e di innovazione finanziaria, che ha acuito la concorrenza fra le banche, le altre istituzioni finanziarie ed i mercati dei capitali. Per tali ragioni il credito bancario rispecchia fattori agenti dal lato dell'offerta, oltretutto della domanda.

Nel 1984 l'aumento del credito bancario totale interno ha esercitato più che in passato un influsso espansivo sulla crescita della quantità di moneta in senso ampio in Canada, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera e Regno Unito. Fra gli altri paesi, soltanto Francia e Belgio hanno fatto segnare un sensibile calo nel suo contributo all'espansione monetaria.

La domanda di credito bancario del settore privato ha segnato una netta accelerazione in Giappone, Canada, Svizzera, Italia e Regno Unito. In Italia anche l'abolizione dei massimali al credito ha di per sé portato ad una maggiore concorrenza fra le banche nella concessione di prestiti. La susseguente impennata nella crescita del credito bancario ha dato luogo a nuove restrizioni sull'indebitamento esterno, a partire dal mese di luglio. Nella maggior parte degli altri paesi europei la domanda di credito bancario del settore privato è rimasta debole. In Svezia, dove il settore pubblico ha nuovamente attinto ampi fondi dal sistema bancario, sono state poste restrizioni ai prestiti al settore privato per timore di un'eccessiva creazione di liquidità. D'altro canto in altri paesi, come il Belgio, le imprese hanno fatto ricorso in misura crescente alle emissioni di obbligazioni ed azioni.

Variazioni del credito bancario e della quantità di moneta in senso lato¹

Paesi	Anni	Contributo alle variazioni della quantità di moneta in senso lato delle variazioni in:					Variazioni nella quantità di moneta in senso lato ⁶
		credito al settore privato ²	credito al settore pubblico ³	credito totale bancario interno	attività nette sull'estero ⁴	altre poste ⁵	
						in percentuale	
Stati Uniti	1981	3,0	0,4	3,4		9,0	12,4
	1982	3,2	1,0	4,2		5,2	9,4
	1983	3,8	2,4	6,2		4,2	10,4
	1984	6,0	0,0	6,0		4,9	10,9
Canada	1981 ⁷	23,9	2,0	25,9	- 2,6	- 7,5	15,8
	1982	0,7	1,1	1,8	1,5	4,6	8,0
	1983	- 5,7	4,1	- 1,6	0,2	4,9	3,4
	1984	9,4	- 2,2	7,2	- 1,5	1,4	7,0
Giappone	1981	9,5	2,6	12,1	- 0,2	- 0,7	11,1
	1982	8,4	1,3	9,6	- 0,6	- 1,2	7,8
	1983	8,3	0,6	8,9	0,5	- 2,2	7,2
	1984	9,2	1,4	10,6	- 1,3	- 1,5	7,8
Germania	1981	11,2	6,7	17,9	2,1	-15,0	5,0
	1982	8,5	4,9	13,4	0,4	- 6,8	7,1
	1983	11,0	2,5	13,5	0,7	- 8,9	5,3
	1984	10,0	2,0	12,0	1,0	- 8,3	4,7
Francia	1981	11,7	2,5	14,2	- 2,3	- 1,5	10,4
	1982	15,2	2,2	17,4	- 3,5	- 3,2	10,8
	1983	12,1	3,5	15,6	- 1,8	- 2,6	11,2
	1984	9,0	1,0	10,0	0,0	- 2,3	7,7
Regno Unito	1981	16,6	- 0,8	15,8	0,4	- 2,5	13,6
	1982	21,3	- 6,8	14,5	- 2,6	- 2,6	9,3
	1983	14,0	0,9	14,9	- 0,6	- 3,9	10,5
	1984	16,2	- 1,0	15,2	0,9	- 6,0	10,2
Italia	1981	4,5	12,5	17,0	0,4	- 1,4	16,0
	1982	3,7	15,5	19,2	- 0,6	- 1,4	17,2
	1983	4,6	11,2	15,8	0,8	- 2,0	14,6
	1984	6,4	10,2	16,6	0,1	- 2,9	13,7
Belgio	1981	4,4	7,7	12,1	-11,5	6,0	6,6
	1982	1,5	11,6	13,1	- 7,4	1,5	7,1
	1983	2,9	15,8	18,7	- 8,7	- 2,0	8,1
	1984	1,2	7,8	9,0	- 5,4	0,8	4,4
Paesi Bassi	1981	9,7	3,6	13,3	3,6	-10,0	6,8
	1982	4,9	3,8	8,7	3,8	- 5,2	7,3
	1983	5,8	4,6	10,4	2,3	- 1,8	10,8
	1984	6,6	5,1	11,7	5,0	- 7,9	8,8
Svezia	1981	4,3	12,3	16,6	1,4	- 4,2	13,8
	1982	6,7	2,8	9,5	1,2	- 2,5	8,2
	1983	6,6	0,6	7,2	2,0	- 1,1	8,1
	1984	6,2	5,1	11,3	- 0,3	- 3,7	7,3
Svizzera ⁸	1981	9,3	0,4	9,7	1,3	- 8,5	2,5
	1982	3,8	0,0	3,8	0,8	0,0	4,6
	1983	6,5	0,2	6,7	0,7	- 0,5	6,9
	1984	9,4	- 0,1	9,3	1,1	- 5,9	4,5

¹ Basate sui dati nazionali non rettificati che differiscono concettualmente da paese a paese. ² Per Stati Uniti, Canada e Svizzera, soltanto i crediti delle banche commerciali. ³ Per gli Stati Uniti, solo titoli del Tesoro detenuti da banche commerciali; per la Francia, solo l'Amministrazione centrale. ⁴ Per il Canada, passività nette in valuta estera delle banche commerciali verso residenti e non residenti; per la Svizzera, solo le riserve ufficiali. ⁵ Compresa passività non monetarie delle banche. ⁶ Per Canada, Francia, Belgio e Paesi Bassi, M₂; per Francia, M₂ detenuta da residenti; per Giappone, M₂+CD; per Stati Uniti, Germania, Italia, Svezia e Svizzera, M₃; per Regno Unito, M₃ in sterline. ⁷ Dodici mesi terminanti in ottobre. ⁸ Definizione di M₃ riveduta nel 1985.

Il fattore principale del forte calo del contributo del credito bancario totale all'espansione monetaria in Belgio e Francia proviene dal minore ricorso a questa fonte da parte del settore pubblico, il quale ha invece accresciuto il suo finanziamento diretto sul mercato. Nonostante gli ampi fabbisogni di finanziamento del settore pubblico negli Stati Uniti, in Canada e in Giappone, il suo ricorso netto al credito bancario è stato modesto o addirittura di segno negativo. Il settore pubblico nei Paesi Bassi ha ricevuto maggiori fondi dal sistema bancario attraverso la vendita di titoli, accrescendo la quota del disavanzo finanziata con prestiti bancari a lungo termine e facendo sorgere timori circa il futuro potenziale di credito. In Svezia il settore pubblico ha collocato titoli presso il sistema bancario in misura sensibilmente maggiore che nei due anni precedenti, con la banca centrale quale controparte principale. Questa tendenza è stata in parte controbilanciata da misure di restrizione della liquidità concernenti le banche ed il settore Imprese.

Negli Stati Uniti il contributo del credito bancario interno all'offerta di moneta è rimasto costante poiché si sono controbilanciate le variazioni nella domanda di credito bancario dei settori privato e pubblico. L'indebitamento delle imprese è stato vigoroso a causa del fabbisogno di fondi per investimenti, nonché per operazioni di fusione e di *leveraged buy-out* (allorché gli amministratori di una società acquistano sul mercato le azioni in circolazione della società medesima). Il credito bancario al settore pubblico è stato di entità trascurabile in quanto le banche hanno reagito alla domanda di credito del settore privato riducendo fortemente gli acquisti di titoli di Stato.

Le variazioni nella dimensione e nella composizione del portafoglio per settori

Le scelte di portafoglio si basano sulle *consistenze* delle attività e passività, le quali sono determinate dalle oscillazioni nel valore di mercato oltre che dalle variazioni dei flussi. Ciò dipende dal fatto che è proprio lo stock di attività e passività la grandezza fondamentale ai fini della solidità finanziaria o del reddito a lungo termine delle Famiglie o delle Imprese. L'analisi di portafoglio fornisce altresì importanti elementi di giudizio circa la liquidità dei settori, la struttura della intermediazione e la misura in cui la posizione finanziaria dei settori ha influito sulla dimensione e la composizione del portafoglio. Per Regno Unito, Stati Uniti, Germania e Giappone sono disponibili serie statistiche sul portafoglio finanziario del settore privato, a partire dal 1966, in cui le consistenze della maggior parte delle attività negoziabili sono state stimate al valore di mercato. A causa delle differenze nelle definizioni e nella valutazione delle attività, nonché dei cambiamenti intervenuti nella natura delle attività stesse, le conclusioni devono essere espresse principalmente in termini qualitativi.

Rapporti fra ricchezza finanziaria e PNL. La ricchezza finanziaria del settore Famiglie (secondo la definizione della tabella seguente) in relazione al PNL nel Regno Unito e negli Stati Uniti ha seguito un andamento diverso rispetto al Giappone e alla Germania. Nei primi due paesi il rapporto ricchezza/PNL ha avuto la tendenza a diminuire dalla metà degli anni sessanta, per poi segnare un recupero nel periodo più recente. Per contro, in Giappone e Germania è osservabile un aumento pressoché continuo di tale rapporto. La spiegazione risiede in parte nella maggiore quota delle azioni e delle obbligazioni a lungo termine a cedola fissa nei

portafogli nel Regno Unito e negli Stati Uniti. La crisi economica della metà degli anni settanta causò un forte calo del valore di mercato di queste attività. La conseguente diminuzione della ricchezza delle Famiglie non è ancora stata recuperata appieno, nonostante la netta ascesa delle quotazioni azionarie avutesi negli ultimi anni e la persistenza degli avanzi finanziari. Inoltre vi sono indicazioni che in questo stesso periodo le Famiglie hanno in certa misura spostato le loro scelte di investimento sulle attività reali.

In Germania e in Giappone, per contro, i sistemi finanziari sono maggiormente imperniati sull'intermediazione bancaria, e le attività tendono ad essere di natura più monetaria. Di conseguenza il rapporto ricchezza/PNL, pur essendo intaccato dall'erosione inflazionistica del valore reale di tali attività, non risente fortemente degli effetti di valutazione del mercato. Il tasso di crescita relativamente alto dell'accumulazione in Giappone risulta evidente, mentre il settore Famiglie della Germania (comprendente il settore dell'edilizia abitativa) mostra un livello atipicamente basso di ricchezza finanziaria netta, ma ciò è in parte il riflesso del sistema previdenziale, essenzialmente non basato sull'accantonamento sui fondi-pensione, e delle disponibilità relativamente modeste in azioni. In tutti i paesi

Consistenze delle attività e passività finanziarie dei settori Famiglie e Imprese¹

Paesi	Anni	Famiglie ²			Imprese ³			passività ⁴ (escluso capitale azionario)
		attività finanziarie	passività	ricchezza finanziaria netta	attività finanziarie ⁴	passività ⁴		
in percentuale del PNL								
Stati Uniti	1966	1,94	0,51	1,43	0,18	1,27	0,36	
	1970	1,95	0,51	1,44	0,18	1,30	0,38	
	1975	1,66	0,52	1,14	0,20	0,96	0,38	
	1980	1,72	0,59	1,14	0,20	1,00	0,38	
	1983	1,83	0,60	1,24	0,20	1,04	0,39	
	1984	1,75	0,58	1,17	0,20	0,95	0,38	
Regno Unito.	1966	1,91	0,39	1,52	0,39	1,05	0,42	
	1970	1,83	0,39	1,44	0,40	1,15	0,48	
	1975	1,33	0,39	0,94	0,38	0,86	0,47	
	1980	1,28	0,39	0,89	0,33	0,74	0,39	
	1983	1,56	0,49	1,07	0,42	0,88	0,41	
	1984 ⁵	1,61	0,51	1,10	0,43	0,89	0,41	
Germania	1966	0,66	0,36	0,30	0,29	0,75	0,53	
	1970	0,77	0,38	0,39	0,34	0,81	0,58	
	1975	0,92	0,42	0,50	0,37	0,84	0,63	
	1980	1,00	0,50	0,50	0,37	0,79	0,63	
	1983	1,13	0,56	0,57	0,45	0,89	0,68	
	1984	1,15	0,57	0,58	0,46	0,88	0,68	
Giappone	1966	0,98	0,36	0,62	0,48	1,17	0,89	
	1970	0,99	0,38	0,61	0,43	1,09	0,85	
	1975	1,21	0,46	0,75	0,54	1,25	0,93	
	1980	1,47	0,54	0,93	0,53	1,16	0,87	
	1983	1,74	0,60	1,14	0,63	1,36	0,94	
	1984 ⁶	1,75	0,61	1,14	0,66	1,36	0,93	

¹ Nella tabella e nei grafici seguenti le azioni e le obbligazioni sono indicate al valore di mercato, salvo che per le obbligazioni negli Stati Uniti e in Giappone, computate al valore contabile. ² Per la Germania, comprende il settore dell'edilizia abitativa, le cui attività sono attribuibili in misura del 20% circa al settore Imprese; per il Regno Unito ed il Giappone, comprende le imprese individuali e le società di persone. ³ Per gli Stati Uniti ed il Giappone, settore delle società non finanziarie; per il Regno Unito, società commerciali ed industriali; per la Germania, imprese escluso il settore dell'edilizia abitativa. ⁴ Esclusi i crediti commerciali. Le passività per gli Stati Uniti comprendono le azioni di società finanziarie. ⁵ Fine giugno. ⁶ Fine settembre.

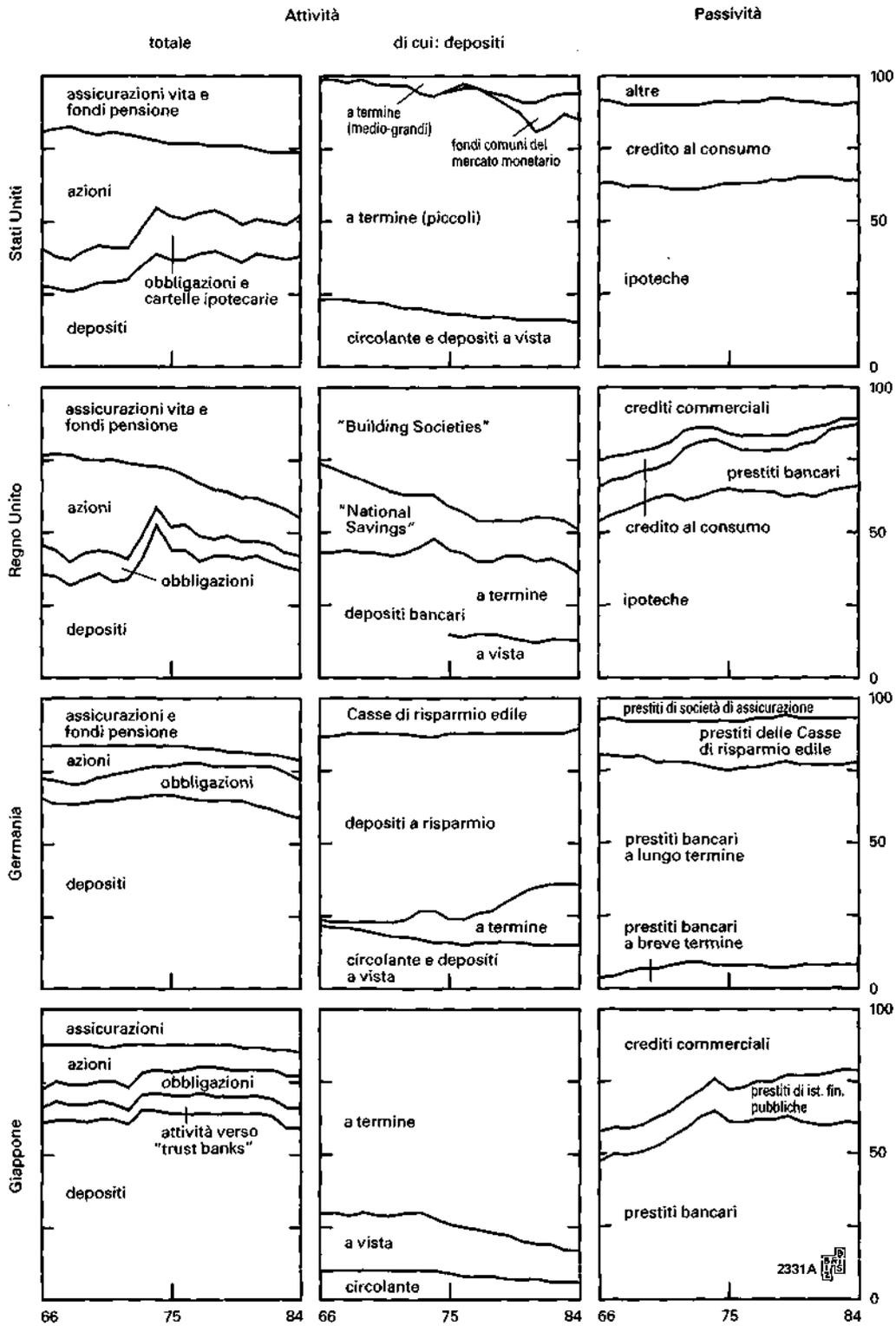
considerati il comportamento del settore Famiglie è invece sorprendentemente simile dal lato delle passività, il cui livello è salito al 50-60% del PNL. Questa similarità relativizza l'impressione di ampie disparità nelle preferenze in termini di attività e passività e nei vincoli all'indebitamento. Questa percezione è spesso basata sulla recente *crescita* della posizione debitoria in relazione al PNL: nel Regno Unito, in particolare, il rapporto passività/PNL nel settore Famiglie ha segnato un aumento senza precedenti nel periodo 1980-84, rimanendo tuttavia al disotto dei livelli osservabili negli Stati Uniti. Questa variazione rispecchia il venir meno del razionamento del credito derivante dall'abolizione sia delle restrizioni sull'espansione dei bilanci bancari sia dei limiti sul credito al consumo.

Per quanto concerne le consistenze finanziarie del settore Imprese nel Regno Unito e negli Stati Uniti, l'andamento delle passività lorde è stato dominato dagli effetti delle variazioni di valore delle azioni. Questo aspetto è meno marcato nel caso della Germania e del Giappone, forse a causa del tradizionale forte ricorso al credito bancario, del limitato spessore del mercato azionario e della conseguente ristretta dimensione della base di capitale delle imprese. Si può sostenere che l'incentivo ad effettuare investimenti fissi viene rafforzato allorché aumenta il rapporto fra le quotazioni azionarie ed il costo di sostituzione dei beni capitali. La recente ascesa dei corsi azionari potrebbe quindi aver incoraggiato gli investimenti delle società, soprattutto nel caso degli Stati Uniti. Le imprese hanno mostrato una tendenza ad accrescere la loro posizione debitoria lorda (escluso il capitale azionario) in rapporto al PNL (salvo che nel Regno Unito). Ciò può essere un riflesso degli sviluppi sui mercati creditizi nel periodo considerato. Tuttavia anche le attività lorde hanno avuto la tendenza a salire, mantenendo così alquanto costante la posizione netta (escluso il capitale). La relazione fra le passività lorde, includendo ed escludendo il capitale azionario, mostra una contrazione del coefficiente di capitale proprio (*equity ratio*) che costituisce un tratto caratteristico di molti paesi. Il ripristino dei livelli che tali coefficienti avevano in passato è divenuto un importante obiettivo particolarmente in Germania, Belgio e Paesi Bassi.

Andamenti della composizione del portafoglio. La composizione dei portafogli delle Famiglie rispecchia importanti differenze fra i vari sistemi finanziari. Le quote delle varie componenti del portafoglio sono riportate nei grafici che seguono, nei quali i dati relativi al 1984 sono in parte stimati (per la Germania, non sono disponibili dati raffrontabili per il credito commerciale). Gli Stati Uniti ed il Regno Unito mostrano una quota eccezionalmente elevata dei titoli azionari. Nondimeno è calata dalla metà degli anni sessanta la detenzione diretta di azioni, mentre è andata crescendo la proporzione dei depositi e delle attività detenute indirettamente attraverso le assicurazioni sulla vita ed i fondi-pensione. In linea di principio, nella misura in cui un investitore può scegliere la composizione del suo portafoglio liberamente e senza costo, le quote rispettive delle attività dipenderanno dal rischio e dal rendimento atteso, sebbene abbiano un certo peso anche fattori demografici, fiscali e normativi.

L'accresciuta instabilità ed il calo dei corsi azionari avutisi alla metà degli anni settanta hanno portato ad una maggiore percezione del rischio e ad una caduta del rendimento atteso delle azioni. Di conseguenza le Famiglie si sono spostate verso una detenzione indiretta di tali attività, particolarmente per il tramite di società di assicurazione vita, fondi-pensione e fondi comuni di investimento. Ciò ha

Composizione del portafoglio: Famiglie



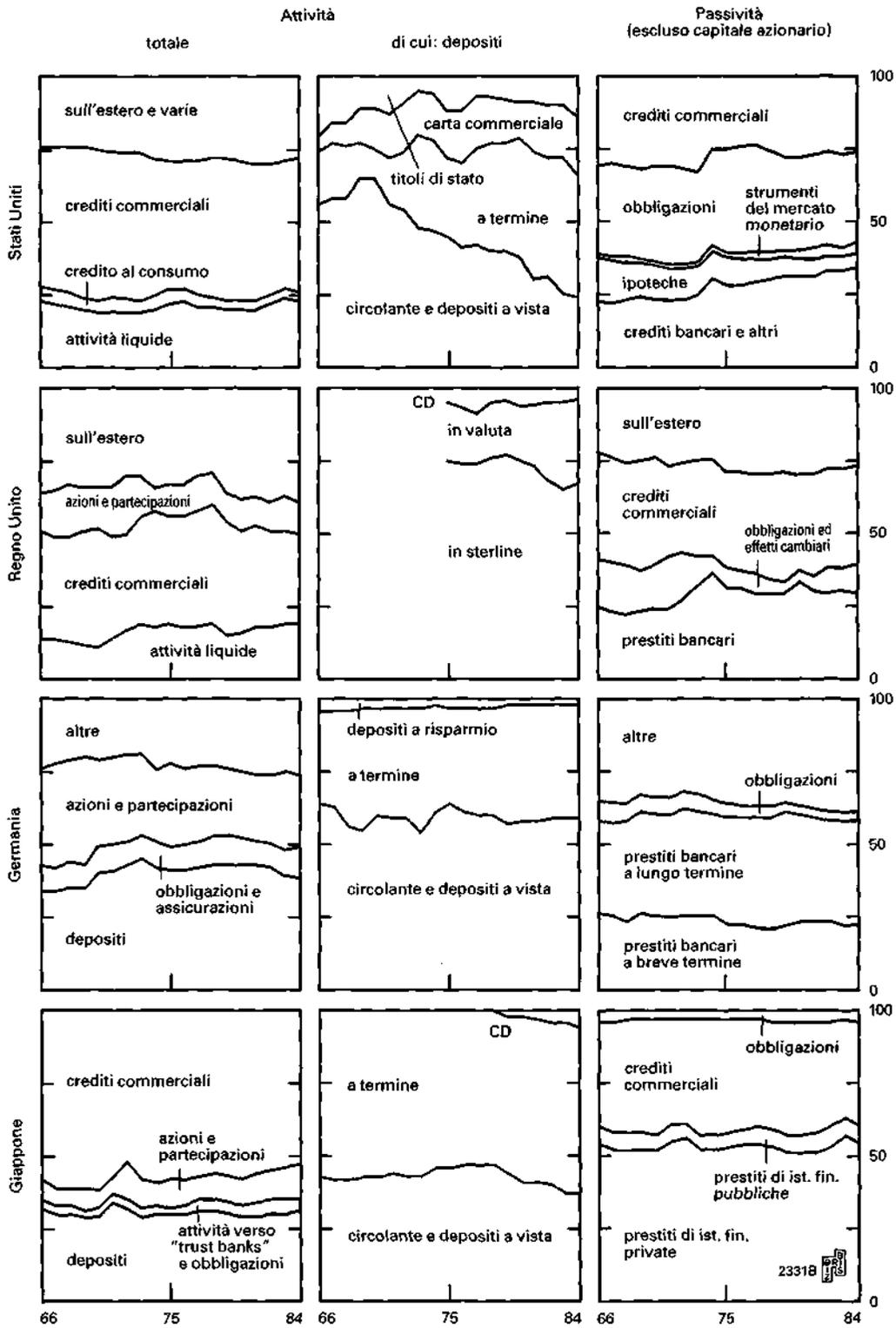
comportato una ripartizione del rischio, e le agevolazioni fiscali connesse a tali forme di attività hanno innalzato il rendimento atteso; alla crescita dei fondi-pensione hanno poi anche contribuito fattori demografici. Per ragioni analoghe è diminuita la quota delle obbligazioni societarie e di Stato. Lo spostamento a favore dei depositi è stato anche stimolato dal più basso rischio (nonostante l'inflazione) e dai maggiori rendimenti conseguenti alla deregolamentazione ed innovazione finanziaria. Un incremento della quota dei depositi nella ricchezza finanziaria comporta un'accresciuta liquidità, che in parte può essere stata indotta dalla maggiore incertezza economica, ma che ha altresì contribuito a compensare la diminuita liquidità dell'insieme della ricchezza risultante dal crescente valore delle attività *reali* in una situazione inflazionistica e dall'espandersi della quota di ricchezza detenuta indirettamente tramite investitori istituzionali.

In Giappone e in Germania gli spostamenti tra queste ampie categorie di attività sono stati relativamente modesti. I depositi sono rimasti lo strumento prevalente, anche se di recente hanno mostrato una certa tendenza calante. Si sono invece avuti incrementi delle attività verso gli istituti di assicurazione e sotto forma di obbligazioni e, in Giappone, dei titoli azionari (compresi i fondi di investimento mobiliari). In quest'ultimo paese gli spostamenti sono da collegare sia all'espansione delle emissioni obbligazionarie del Tesoro, sia alla creazione di nuovi strumenti e canali, come i conti "WIDE" per la detenzione di obbligazioni bancarie; i grafici mostrano tuttavia come queste innovazioni non abbiano ancora esercitato un impatto rilevante sulla composizione dei portafogli delle Famiglie.

L'interazione di questi fattori è altresì palese nell'andamento dei depositi delle Famiglie. In generale vi è stato uno spostamento strutturale dai depositi a vista verso quelli a termine e a risparmio, e dai depositi a termine tradizionali o regolamentati a quelli con rendimenti collegati al mercato. Ad esempio negli Stati Uniti si è avuta una crescita dei depositi a termine e in particolare, nel periodo più recente, dei conti di deposito del mercato monetario (MMDA) detenuti presso le banche, nonché dei fondi comuni di investimento del mercato monetario gestiti da istituzioni finanziarie non bancarie. Questi ultimi, non disponibili prima della fine degli anni settanta, costituivano alla fine del 1982 circa il 10% della quantità di moneta M_2 ; la loro recente crescita è stata tuttavia frenata dalla rapida espansione, dal 1982 in poi, dei conti bancari MMDA, che ammontavano a fine 1984 ad oltre il 17% di M_2 .

Un cambiamento analogo e ancora più marcato si è prodotto nel Regno Unito, dove le "building societies" durante il periodo in esame hanno accresciuto dal 25 al 50% la loro quota sui depositi, principalmente per effetto di agevolazioni fiscali, di più intense innovazioni e della forte domanda di prestiti ipotecari. In Germania, per contro, lo spostamento verso depositi a termine è avvenuto per lo più *entro* il settore bancario, a causa del carattere "universale" di quest'ultimo. Di conseguenza il cambiamento potrebbe avere differenti implicazioni in termini di provvista di fondi per le singole istituzioni e di concorrenza sul mercato finanziario. Lo stesso vale per il Giappone, nella misura in cui il pubblico si è spostato verso i depositi bancari a termine a tasso crescente che fruttano un rendimento più alto (benché sempre regolamentato). Tuttavia la crescente importanza del risparmio postale, connessa ai vantaggi fiscali offerti dai depositi a termine, ha costituito un significativo spostamento di lungo periodo nelle quote rispettive delle istituzioni finanziarie.

Composizione del portafoglio: Imprese non finanziarie



Il lato delle passività del portafoglio delle Famiglie mostra nel caso degli Stati Uniti e della Germania quote relativamente costanti del credito a breve, del credito a lungo termine e delle altre passività. Negli Stati Uniti si riscontra un più alto livello del credito al consumo identificato, favorito dalla deducibilità fiscale degli interessi passivi, dalla relativa assenza di effetti di razionamento del credito (benché in periodi passati si siano avute periodiche "strozzature") e da una bassa propensione al risparmio. Il Regno Unito e il Giappone presentano maggiori spostamenti, nel contesto di una transizione da mercati del credito non organizzati (ad esempio i crediti commerciali) a mercati organizzati e intermediati parallelamente al decrescere del razionamento del credito. Nel Regno Unito i crediti con agevolazioni fiscali (prestiti ipotecari) sono cresciuti a scapito di forme più costose (credito al consumo).

Ci si potrebbe aspettare che le Imprese non finanziarie mostrino una maggiore sofisticatezza, rispetto alle Famiglie, nelle scelte di portafoglio, essendo meno legate a fattori di consuetudine e dovendo sopportare minori costi transattivi. In generale il grafico conferma che i portafogli hanno presentato più rapidi spostamenti nella composizione ed una più marcata instabilità. Diverse tendenze comuni sono osservabili dal lato delle attività. Nel Regno Unito e negli Stati Uniti le aziende hanno progressivamente accresciuto la loro quota di attività sull'estero (compresi gli investimenti diretti); in particolare, nel Regno Unito tale quota è salita fortemente negli anni 1979-1981 dopo l'abolizione dei controlli sui cambi. In un contesto di incertezza, anche nel caso delle Imprese la liquidità della ricchezza finanziaria ha avuto la tendenza ad aumentare. Il Giappone costituisce un'eccezione, forse poiché la stabilità dei tassi di interesse dal 1977 in poi ha ridotto il bisogno di sottrarsi al rischio connesso alla detenzione di determinate attività. Negli Stati Uniti la composizione delle attività liquide del portafoglio mostra un deciso spostamento dai depositi a vista verso i depositi a termine, che hanno assunto un notevole grado di liquidità, e verso la carta commerciale, il che ha comportato un aumento dei rendimenti senza un significativo calo della liquidità.

In Germania, dove prevale la banca di tipo "universale" ed il processo di innovazione finanziaria è stato limitato, si osserva una relativa stabilità della quota dei depositi, sebbene di recente vi sia stato un certo spostamento di fondi verso i depositi a termine. Anche in Giappone i cambiamenti intervenuti sono finora di entità modesta. Il mercato giapponese dei CD, benché in rapida crescita, raccoglie ancora soltanto il 5% dei depositi delle Imprese.

La recente ripresa economica ha determinato una certa inversione del calo nella quota del capitale azionario nelle passività delle Imprese negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Ciò è il risultato di un aumento dei corsi azionari ed un connesso incremento del finanziamento mediante aumenti di capitale. Negli Stati Uniti, tuttavia, un consistente volume di operazioni di *leveraged buy-out* ha dato luogo lo scorso anno ad una considerevole sostituzione di capitale azionario con accensione di debiti. Per quanto riguarda le passività non in forma di azioni vi è stata una tendenza alla crescita dell'indebitamento bancario a scapito delle obbligazioni, specialmente a partire dal 1976. I tassi di interesse alti e instabili hanno indotto le imprese ad orientarsi verso i crediti bancari a breve termine o con tasso variabile, anche se più di recente vi è stata una certa tendenza a ritornare al mercato obbligazionario, particolarmente in Giappone, dove anche le banche dipendono in

parte dall'emissione di obbligazioni per il finanziamento del credito alle imprese. Nonostante questi cambiamenti, la quota delle obbligazioni sul debito complessivo è un indicatore del grado di attività del mercato. In Germania e Giappone la proporzione delle obbligazioni societarie a lungo termine sul totale delle passività delle Imprese è inferiore al 5%, mentre negli Stati Uniti essa rimane intorno al 25%. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito va inoltre rilevata la crescita delle emissioni di strumenti di mercato a breve termine in concorrenza con il credito bancario. Se da un lato ciò rispecchia una crescente sofisticatezza dei mercati, va osservato peraltro che la rapida espansione del mercato degli effetti commerciali nel Regno Unito potrebbe essere stata incoraggiata dalle operazioni ufficiali sul mercato monetario nel contesto del finanziamento in eccesso del Tesoro ("overfunding") mediante titoli a lungo termine.

L'evoluzione dei sistemi finanziari: concorrenza e innovazione

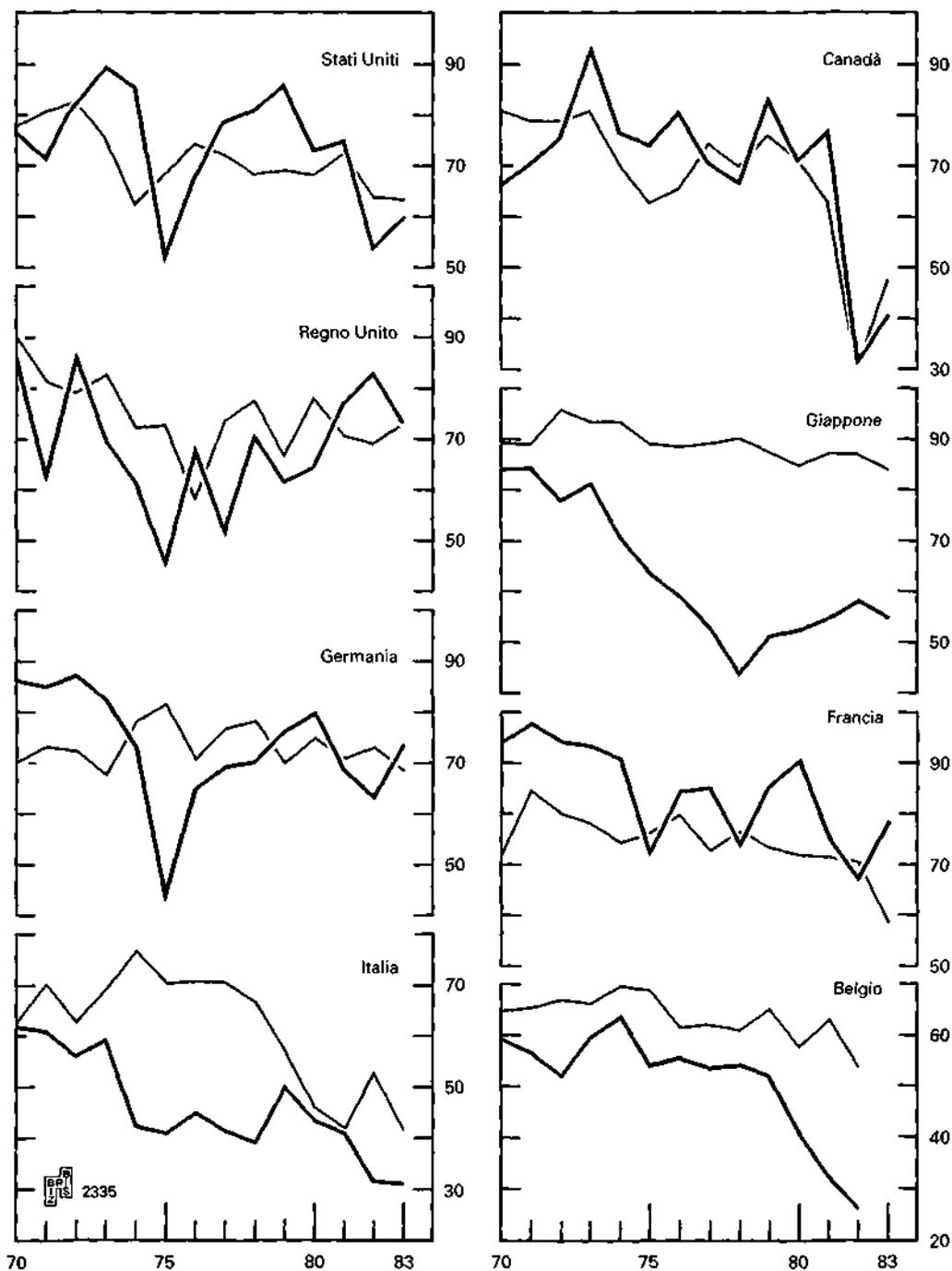
I cambiamenti nell'assetto dei flussi finanziari e nella natura dell'intermediazione durante gli ultimi anni sono stati il risultato di fattori sia congiunturali sia strutturali agenti sulla domanda e sull'offerta di mezzi finanziari, nonché sulla capacità concorrenziale delle banche, delle altre istituzioni finanziarie e dei mercati dei capitali, di incanalare i fondi dai prestatori agli utilizzatori finali. Questi cambiamenti sono importanti ai fini dell'efficiente allocazione delle risorse, della stabilità del sistema finanziario e della condotta della politica monetaria. Prima di affrontare tali temi, questo paragrafo prenderà in esame i recenti mutamenti sulla scena finanziaria alla luce di aspetti di più lungo periodo riconducibili a tre titoli: a) l'espansione delle operazioni di credito diretto; b) la risposta concorrenziale delle istituzioni finanziarie; c) la maggiore indeterminazione nella demarcazione fra differenti istituzioni, strumenti e metodi di intermediazione.

L'espansione del credito diretto (non intermediato). Il grafico che segue pone a confronto 1) le quote rispettive dei settori pubblico e privato nella raccolta di fondi da parte degli operatori interni non finanziari; 2) la quota degli intermediari finanziari interni sul totale dei fondi erogati sul mercato creditizio (ai settori non finanziari interni ed esteri e, in certa misura, ad altre istituzioni finanziarie). Le due serie, pur avendo una base leggermente diversa, contribuiscono a mettere in luce i nessi strutturali e congiunturali fra la configurazione della domanda di credito ed il grado di intermediazione finanziaria. In termini generali, il grafico fa ritenere che, nell'arco dell'intero periodo considerato, il credito diretto in alcuni paesi sia tendenzialmente aumentato in rapporto ai flussi creditizi complessivi.

La crescita della domanda di credito della pubblica amministrazione, di cui si è già trattato, ha in genere contribuito all'espansione del credito diretto. Gli operatori pubblici possono attingere fondi sul mercato finanziario più agevolmente rispetto agli altri mutuatari, poiché la loro affidabilità è relativamente facile da valutare. Inoltre, i timori circa la stabilità dei prezzi hanno indotto ad evitare un finanziamento del Tesoro su vasta scala attraverso il sistema bancario, o a far sì che tale finanziamento non comporti un'eccessiva creazione di moneta. Nella maggior parte dei paesi del Gruppo dei Dieci il fabbisogno del settore pubblico coperto dal sistema bancario ha avuto la tendenza a decrescere dal 1980, se non da prima (cfr. anche tabella a pagina 49). Le autorità del Regno Unito hanno invero collocato

Cambiamenti nella configurazione settoriale del ricorso al credito e nell'intermediazione finanziaria

- quota del settore privato sul totale dei fondi raccolti sul mercato creditizio dai settori interni non finanziari
- quota delle istituzioni finanziarie sul totale dei fondi offerti sul mercato creditizio



Fonte: OCSE, Financial Accounts of OECD Countries.

titoli in misura superiore a quanto sarebbe stato necessario per coprire l'effettivo fabbisogno di finanziamento del Tesoro.

Anche quando i disavanzi del settore pubblico sono stati finanziati con il ricorso alle istituzioni creditizie, è stato spesso incoraggiato l'ampliamento dei mercati secondari, creando così le premesse per una successiva espansione del credito diretto. Nel caso dell'Italia, con l'affermarsi di un attivo mercato sono stati incrementati i collocamenti diretti presso il pubblico. In Giappone le banche hanno continuato ad assorbire titoli del Tesoro. Tuttavia esse hanno potuto beneficiare di un margine progressivamente crescente per la cessione di tali obbligazioni sul mercato secondario, contribuendo a creare parametri di mercato per le condizioni applicate alle nuove emissioni, sia private che pubbliche. In Svezia sono state apportate negli ultimi anni diverse modifiche ai vincoli di portafoglio, soprattutto per facilitare il finanziamento del disavanzo pubblico. In passato le istituzioni finanziarie erano tenute ad acquistare e detenere determinate quantità di specifici titoli. Dal 1984 le istituzioni ancora soggette al vincolo (l'ente nazionale di previdenza e le grosse società di assicurazione) hanno la facoltà, dopo aver effettuato le prescritte acquisizioni presso l'emittente, di vendere i titoli a loro discrezione sul mercato secondario.

Inoltre, in taluni paesi il Tesoro ha contribuito all'espansione del credito diretto mediante l'ideazione di nuovi strumenti. In alcuni casi, ad esempio in Francia, Italia e Svezia, le autorità hanno in effetti introdotto diverse innovazioni. In Francia il settore pubblico ha offerto una gamma di obbligazioni con *warrant*, opzioni ed altre clausole che danno molteplici possibilità di scelta ai sottoscrittori. In linea generale queste permettono al prestatore di evitare in parte il rischio di perdite in conto capitale connesso alle tradizionali emissioni a tasso fisso. In Italia il Tesoro ha assunto un ruolo di guida nell'emettere strumenti a tasso variabile e a breve termine, ben presto seguito dalle istituzioni finanziarie. Analogamente, in Svezia il governo ha introdotto nuovi strumenti a medio e breve termine da collocarsi presso investitori residenti non bancari.

Nel recente passato i massimali al credito, gli obblighi di riserva e le restrizioni poste ai tassi di interesse non hanno costituito uno stimolo efficace per la crescita del credito diretto, come era generalmente avvenuto in precedenza. Le autorità hanno fatto meno ricorso a tali forme di controllo oppure hanno esteso il loro ambito di applicazione al fine di scoraggiarne l'elusione. In Italia i massimali al credito erano stati aboliti nel 1983, ed una decisione analoga è stata adottata in Francia lo scorso anno. Tuttavia in questo paese è stato contestualmente introdotto un obbligo di riserva progressivo sulle attività bancarie non finanziate con l'emissione di obbligazioni o azioni. Questo provvedimento, come i massimali al credito precedentemente in vigore, favorisce un maggiore ricorso ai mercati da parte sia dei mutuatari finali sia delle banche.

L'accesso al finanziamento diretto è stato migliorato negli ultimi anni dall'allentamento dei vincoli amministrativi sugli strumenti e sui mercati finanziari. Negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Giappone, in Germania, Francia e Svizzera nel corso del 1984 sono state prese in considerazione o attuate talune modifiche al quadro operativo, normativo e fiscale che accrescono la concorrenza sui mercati. Ad esempio, in Francia, Germania, Giappone e Stati Uniti l'abolizione delle ritenute d'imposta sugli interessi percepiti dai detentori esteri di obbligazioni ha stimolato

la crescita del mercato. Nel Regno Unito, lo scorso anno è stato dimezzato il diritto di bollo sulle transazioni sul mercato finanziario, e l'abolizione delle commissioni minime sulle operazioni in titoli esteri lascia prevedere ulteriori modifiche che forniranno un impulso ai mercati finanziari. In Germania sono state modificate, dal maggio 1985, le norme che disciplinano la direzione dei sindacati finanziari nelle emissioni estere di obbligazioni denominate in marchi. Qualsiasi banca con sede in Germania può fungere ora da capofila per tali emissioni, a condizione che i titoli abbiano certe scadenze minime e, nel caso di banca a capitale straniero, a condizione che le banche con casa-madre tedesca godano degli stessi diritti nel paese di emanazione della banca in questione. In precedenza, le banche a capitale straniero, anche se residenti in Germania, non erano autorizzate a fungere da capofila nelle emissioni estere in marchi. La creazione di canali di investimento in obbligazioni e l'allentamento delle restrizioni poste all'emissione di CD in Francia e in Giappone costituiscono due ulteriori esempi di allentamento dei vincoli amministrativi. In Francia i cambiamenti normativi e fiscali hanno consentito alle istituzioni finanziarie di attrarre fondi che sono quindi collocati in titoli negoziabili. Oltre che stimolare la crescita del mercato, tali provvedimenti incoraggiano una redistribuzione del portafoglio finanziario a favore delle componenti meno liquide.

Anche l'espansione dei fondi comuni e la crescita del risparmio contrattuale, aumentando i fondi a disposizione degli investitori istituzionali, hanno contribuito al potenziamento dei mercati; tuttavia ciò comporta l'interposizione di istituzioni — benché spesso radicalmente diverse dalle banche — fra i prestatori ed i mutuatari finali. In effetti, come già accennato, la crescita della quota di ricchezza finanziaria detenuta sotto forma di attività verso fondi-pensione, assicurazioni e fondi comuni d'investimento costituisce uno dei cambiamenti più rilevanti nella composizione delle attività finanziarie complessive. Le innovazioni tecnologiche e l'accresciuta concorrenza sul mercato dei valori mobiliari hanno abbassato, e continuano ad abbassare, i costi delle transazioni, in particolare per grossi quantitativi. Negli Stati Uniti l'abolizione delle restrizioni alla concorrenza sulle commissioni nella prima metà degli anni settanta ha permesso alle istituzioni di far beneficiare la grossa clientela delle diminuzioni di costo. La rapida espansione dei fondi comuni del mercato monetario avvenuta dalla metà degli anni settanta in risposta ai vincoli sui tassi di interesse sui depositi ha parimenti accentuato il ruolo delle istituzioni non bancarie sui mercati.

La risposta concorrenziale. Per le banche e le altre istituzioni raccogliatrici di depositi la crescita del credito diretto ha avuto importanti implicazioni sotto due aspetti. Anzitutto, in diversi paesi queste istituzioni si sono rivolte in misura crescente ai mercati — che hanno ora guadagnato in spessore e vitalità — per finanziare i loro impieghi. Di per sé non si tratta di un fenomeno nuovo. In passato le banche avevano raccolto fondi sul mercato allorché limitazioni ai tassi di interesse, obblighi di riserva penalizzanti o altri vincoli amministrativi avevano reso difficile o costosa la tradizionale provvista mediante i depositi. I principali cambiamenti stanno nel fatto che il ricorso ai mercati non è più così irregolare e che si sono ridotte le differenze tra i vari paesi nell'importanza di tale forma di finanziamento. In secondo luogo, l'emergere di mercati meno regolamentati e più attivi ha fatto sì che una parte crescente dei tradizionali depositi e prestiti bancari abbia assunto condizioni determinate dal mercato o quanto meno ad esso collegate.

I mercati finanziari hanno infatti acquistato maggiore importanza come parametro per la valutazione e la determinazione delle condizioni applicate alle attività e passività bancarie. Attualmente è più difficile discostarsi dalle condizioni di mercato senza incorrere nel rischio di perdere quella clientela che ha la possibilità di far ricorso ai mercati. Negli Stati Uniti, ad esempio, la tendenza a non applicare il *prime rate* nei crediti alle imprese commerciali ed industriali è stata in parte il risultato della maggiore capacità di queste di provvedersi direttamente di fondi attraverso l'emissione di carta commerciale del mercato monetario. Fra il 1977 ed il 1984 il volume in essere della carta commerciale emessa da società non finanziarie si è quasi quintuplicato (cfr. grafico a pagina 55). Con il tempo, la pratica di collegare i tassi dei crediti commerciali accordati dalle banche ai tassi di mercato ha avuto la tendenza ad estendersi ai prestiti erogati alle imprese che non avrebbero facile accesso al mercato. Ciò è dipeso dalla più serrata concorrenza, negli Stati Uniti, fra le banche commerciali e le altre istituzioni finanziarie, in particolare le banche estere, e dal fatto che l'adozione di tale pratica consentiva alle banche di ridurre il proprio rischio in termini di tasso di interesse.

La misura in cui i piccoli depositi sono remunerati a tassi di mercato varia da paese a paese. Negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Italia e in Canada le restrizioni sull'ammontare minimo, sulla scadenza e sui prelievi sono ora così insignificanti che i depositi liquidi fruttanti tassi di mercato sono accessibili anche alla famiglia media. In alcuni altri paesi, le banche con un'ampia base di depositi hanno cercato di opporsi all'estensione dei tassi di mercato ai conti di piccolo ammontare, che costituiscono la componente maggiore della loro provvista. Questo sviluppo desta anche l'attenzione delle autorità, poiché influenza in modo rilevante la misura delle variazioni del tasso di interesse richiesta per regolare gli aggregati monetari.

La maggiore indeterminatezza delle demarcazioni. Negli ultimi anni si è avuta la prosecuzione di un altro cambiamento di fondo nell'intermediazione finanziaria: il progressivo attenuarsi delle distinzioni fra i differenti tipi di istituzioni finanziarie, fra i tipi di contratti e, appunto, fra le operazioni di credito intermedie e quelle realizzate direttamente sui mercati. Il primo cambiamento è il risultato di un'accresciuta concorrenza su tutta la gamma dei servizi finanziari e della maggiore vicendevole penetrazione delle varie istituzioni nei rispettivi settori di attività tradizionali. Questo processo è stato particolarmente evidente negli Stati Uniti, in Giappone, nel Regno Unito, in Italia, in Francia e in Canada. Forse poiché gli Stati Uniti rappresentano l'unico paese del Gruppo dei Dieci con importanti restrizioni geografiche sull'attività bancaria, la compenetrazione istituzionale sul piano interno ha ivi assunto proporzioni maggiori che in molti altri paesi. Analogamente agli altri cambiamenti finanziari, il processo di attenuazione delle linee di demarcazione è stato trascurabile in Germania, nei Paesi Bassi e in Svizzera, paesi in cui la banca di tipo "universale" ha una lunga tradizione.

Negli Stati Uniti si è gradualmente sviluppato un settore parabancario operante a margine delle istituzioni tradizionali, le quali hanno reagito estendendo la loro presenza in termini sia geografici sia di gamma di servizi offerti. Alcune delle nuove istituzioni, come le "non-bank banks", sono la progenie di regolamentazioni differenziali che rispecchiano la divisione delle responsabilità tipica di un sistema federale o che sono state concepite in un periodo in cui l'innovazione finanziaria era relativamente sopita. La maggiore compenetrazione è stata anche favorita dal fatto

che le banche di credito ordinario hanno sfruttato differenti leggi e regolamenti locali, nonché dall'acquisizione di istituzioni finanziarie di diverso tipo, fenomeno questo osservabile anche in Canada, Francia e Regno Unito. In questi paesi le banche, gli istituti specializzati in valori mobiliari e le società di assicurazione hanno unito le loro forze in varia combinazione per dare luogo a conglomerati finanziari.

Recentemente le autorità in alcuni paesi hanno contribuito più attivamente ad attenuare la demarcazione fra le categorie di istituzioni, allentando le restrizioni che determinano il tipo di operazioni che esse possono effettuare e le condizioni consentite. Ciò è stato fatto allo scopo di promuovere l'efficienza e di creare eque condizioni concorrenziali per i vari tipi di istituzioni. Nel Regno Unito, ad esempio, nel 1985 è stato reso omogeneo il trattamento fiscale di tutti i depositi, ponendo così su un piano di maggiore parità le diverse categorie di istituzioni private raccoglitrice di depositi. In precedenza le "building societies" erano le uniche istituzioni a corrispondere interessi al netto di un'imposta ad aliquota unica o differenziata. Una certa attenuazione delle demarcazioni si è avuta altresì in Italia fra le banche e gli istituti di credito speciale, ed in Giappone fra le banche e le società di investimento mobiliare.

Uno dei più recenti esempi di attenuazione delle demarcazioni è quello che ha riguardato i diversi tipi di contratti finanziari. Precedentemente non soltanto i contratti finanziari erano di regola detenuti fino alla scadenza, ma la compravendita di un contratto, allorché avveniva, comportava il trasferimento di tutti i suoi elementi. Ora nuove tecniche consentono alle banche o alle altre istituzioni di "scorporare" i contratti finanziari, ritenendone alcuni elementi e trasferendone altri. Le operazioni di *swap* in divise estere e sui tassi di interesse, i contratti in *futures*, le operazioni di mercato a termine, le opzioni, le negoziazioni in diritti di godimento di interessi, l'assicurazione di rischi di credito sono tutti esempi di queste nuove tecniche. Finora talune di esse restano di limitata importanza al di fuori degli Stati Uniti e degli euromercati — dove una parte sostanziale delle euroobbligazioni a tasso fisso comporta clausole di *swap* — ma vi sono chiare indicazioni di una loro graduale diffusione. Le borse per la negoziazione dei *futures* finanziari, analizzati più diffusamente nella Relazione dello scorso anno, esistono già da tempo o stanno emergendo in Australia, Canada, Francia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Regno Unito e Stati Uniti, e la loro attività e la gamma degli strumenti trattati sono in continua crescita, anche se spesso partendo da una base molto modesta. In altri paesi, come Germania e Svizzera, dove i mercati finanziari non hanno avuto tali rapidi cambiamenti, questa evoluzione dei contratti finanziari sul mercato interno appare di minore rilevanza.

L'ultimo aspetto del processo di attenuazione delle demarcazioni, ossia quello fra le istituzioni finanziarie ed i mercati, è in larga parte il risultato dell'accresciuta concorrenza, del maggiore ricorso al mercato da parte sia dei mutuatari finali sia delle istituzioni finanziarie, e dello scorporo degli elementi dei contratti finanziari. Quando i tassi di interesse sulle attività e passività bancarie si muovono in linea con i tassi di mercato e viene addebitato interamente il costo dei servizi finanziari; quando le banche si liberano di elementi indesiderati dei contratti finanziari, come un eccessivo rischio in termini di tasso di interesse, attraverso tecniche di scorporo; e quando gli strumenti che in precedenza erano detenuti fino alla scadenza possono essere ceduti a discrezione, allora la distinzione fra l'intermediazione attuata dalle

istituzioni ed i flussi diretti nei mercati — una distinzione che talvolta viene considerata la pietra angolare del controllo monetario — tende a farsi molto piú problematica. Essa tuttavia non scompare. I margini di intermediazione bancaria restano piú ampi del differenziale esistente sui mercati finanziari fra i tassi richiesti ai mutuatari e quelli offerti agli investitori, poiché le banche offrono una gamma di servizi, come la valutazione del rischio ed il vaglio della clientela, che i mercati da soli non offrono e, invero, non possono fornire.

Nella Relazione di due anni orsono fu trattata un'importante innovazione finanziaria: i crediti a tasso variabile. Va osservato che nel periodo successivo, nonostante la piú bassa inflazione e la maggiore stabilità dei tassi di interesse, la riemergenza di contratti a tasso fisso e la trasformazione del tipo di tasso di interesse hanno avuto dimensioni modeste. Negli Stati Uniti vi è stata nel 1984 una certa ripresa dei prestiti a tasso fisso. Ciò è stato percepibile sul mercato delle obbligazioni societarie e, nell'ultima parte dell'anno, sul mercato ipotecario, ma nel complesso dell'anno la quota dei prestiti ipotecari a tasso aggiustabile (pari a circa due terzi del totale) è stata superiore a quella del 1982 e del 1983. Inoltre, parte dei prestiti a tasso fisso comporta clausole di *swap*, il che significa che potrebbe non essere cresciuto il rischio in termini di tasso di interesse. Analogamente, lo scorso anno in Canada si è avuto un modesto aumento dei prestiti con tassi di interesse fissati per periodi di 3-5 anni. In Italia ha continuato ad espandersi l'impiego di prestiti a tasso variabile da parte degli istituti di credito speciale, ed anche in Francia le istituzioni finanziarie hanno avuto la tendenza a favorire tale tipo di credito. Non vi sono state invece variazioni importanti in quei paesi, come il Regno Unito, dove da lungo tempo è praticata tale tecnica.

Il persistente ricorso a tecniche volte a ridurre il rischio in termini di tasso di interesse può dar luogo a diverse spiegazioni. Una è che le aspettative circa l'andamento dei tassi di interesse sono ancora contrassegnate da un'estrema incertezza. In tale caso ci si potrebbe attendere una piú durevole assunzione di rischi in termini di tasso di interesse da parte delle banche, nonché una maggiore disponibilità dei mutuatari e prestatori finali a concludere contratti a tasso fisso, una volta che le condizioni finanziarie ed economiche di fondo siano divenute piú stabili. Una seconda spiegazione è che le banche sono restie ad abbandonare tecniche di recente creazione che consentono loro di ridurre la propria esposizione in termini di tasso di interesse, particolarmente in quanto è divenuta piú dinamica l'interazione con altri tipi di rischio come quello di insolvenza, di cambio, ed il rischio-paese. In realtà si può affermare che il cambiamento piú rilevante intervenuto nella gestione dei rischi bancari non concerne la sua natura, e neppure il loro ammontare complessivo, ma piuttosto la maggiore capacità delle banche di modificarne la composizione. In questo caso, un generale ritorno ai crediti a tasso fisso dipenderebbe dalle variazioni degli altri rischi e dalle decisioni operative degli intermediari finanziari.

Le implicazioni per la politica economica

I cambiamenti finanziari degli ultimi anni fanno sorgere diversi problemi di politica economica, anche se la loro importanza nei singoli paesi varia a seconda dell'ampiezza e della rapidità del processo innovativo. Uno degli aspetti piú rilevanti

a questo riguardo è l'efficienza del sistema. Si ritiene generalmente che l'accresciuta concorrenza sui mercati finanziari migliori l'efficienza non soltanto nell'area ristretta dell'attività bancaria e finanziaria, ma anche nell'allocazione globale delle risorse. L'allentamento di varie restrizioni ha consentito alle banche e alle altre istituzioni di reagire ai cambiamenti nelle condizioni del mercato con maggiore flessibilità che in passato. I costi delle transazioni sono stati ridotti e la composizione del portafoglio può ora essere cambiata con maggiore facilità. Tuttavia, se l'aggiustamento negli altri comparti dell'economia è lento e difficile da prevedere, i prezzi sui mercati finanziari possono non sempre trovarsi — o addirittura essere vicini — al loro livello di equilibrio, il che può senz'altro complicare le scelte di investimento e risparmio ed impedire un'allocazione efficiente delle risorse. Inoltre, se da un lato la più ampia gamma di operazioni effettuate dai diversi tipi di istituzioni finanziarie può condurre ad economie esterne nel trattamento dell'informazione e nel vaglio della clientela, dall'altro viene ad accrescersi il rischio di conflitti di interesse, di sfruttamento di posizioni di privilegio e di una concentrazione di potere finanziario, tutti elementi che possono nuocere all'efficienza del sistema.

I cambiamenti delle condizioni finanziarie intervenuti nel recente passato e la connessa intensificazione della concorrenza hanno stretta attinenza con un altro problema di politica economica: la stabilità finanziaria. Una concorrenza accanita può indurre ad assumere maggiori rischi ed a comprimere i margini, aumentando così la probabilità di squilibri nelle singole istituzioni. Data l'accresciuta interdipendenza sul piano nazionale e internazionale, questi squilibri potrebbero portare una minaccia alla stabilità finanziaria a livello più generale. Il quadro normativo posto dalle autorità monetarie e di vigilanza deve essere concepito alla luce del variare delle condizioni finanziarie. Spesso trova ora riconoscimento il concetto che le restrizioni poste alla capacità delle banche di soddisfare le esigenze del mercato possono ridurre la resilienza del sistema finanziario. Talvolta, la regolamentazione non fa che dirottare la concorrenza verso aree dove essa è meno perspicua e dove l'aggiustamento è più costoso e lento. Ma, ad esempio, il fatto di assicurare che le istituzioni abbiano, e siano ritenute avere, una sufficiente base di capitale e sistemi di gestione adeguati è essenziale in un contesto di intensa concorrenza, che comporta una più vasta gamma di operazioni in un maggior numero di mercati talvolta poco conosciuti.

Se da un lato in molti paesi si ammette che la liberalizzazione dei mercati finanziari debba procedere ulteriormente, il ritmo del cambiamento auspicato è di difficile determinazione e politicamente delicato. Se i prezzi e la struttura dei flussi sono prossimi ai loro livelli di equilibrio, l'abolizione immediata di regolamentazioni che governano la fissazione dei prezzi finanziari e la composizione del portafoglio può essere esente da rischi. Ma quando i sistemi finanziari sono protetti per decenni da un complesso di regolamentazioni e da un contesto tecnologico stabile, l'improvvisa abolizione dei vincoli sui prezzi e sulle operazioni li può condurre ad una così rapida ristrutturazione del sistema finanziario da mettere a repentaglio la sua stabilità. In siffatte circostanze un cambiamento graduale, accompagnato da misure atte ad assicurare l'adeguatezza della base di capitale, non solo potrà meglio conciliarsi con gli interessi costituiti di particolari settori della comunità che beneficiano delle restrizioni, ma agirà anche nel senso di ridurre il rischio di instabilità finanziaria.

Un terzo punto critico per taluni paesi è il modo in cui i cambiamenti nel sistema finanziario si ripercuotono sull'impostazione e sull'attuazione della politica monetaria. E' ormai comprovato che la domanda di moneta può subire spostamenti in conseguenza dell'innovazione finanziaria, della crescita della quota del credito diretto e dell'accresciuto spessore dei mercati finanziari. La presenza di un mercato vasto ed efficiente aumenta la liquidità delle singole attività e conferisce così ai detentori di esse una liquidità maggiore di quella che deriverebbe dal loro impiego come garanzia a fronte di un prestito. In parecchi paesi i cambiamenti finanziari che hanno reso labile la demarcazione fra attività monetarie e non monetarie hanno modificato l'atteggiamento verso l'impiego degli aggregati monetari. In alcuni paesi è ora utilizzata una più ampia gamma di aggregati, non tutti monetari. Inoltre, vi è la tendenza ad impiegarli in modo più flessibile e discrezionale, poiché in un contesto innovativo le relazioni fra le grandezze esistenti in passato non forniscono sempre una guida attendibile per il futuro.

La crescita dei mercati del credito diretto incide altresì sulla trasmissione degli impulsi impartiti dalle autorità monetarie attraverso il sistema finanziario e sull'autonomia della politica monetaria interna. Con l'accrescersi dello spessore del mercato si accentua la fungibilità tra le differenti attività finanziarie, interne ed esterne. I controlli amministrativi sull'espansione del credito, sui tassi di interesse e sulla composizione dei portafogli diventano meno efficaci in quanto i flussi vengono dirottati verso una crescente gamma di canali alternativi. Vi è ampio consenso sul fatto che i tassi di interesse vengono allora ad assumere un ruolo più importante nel meccanismo di trasmissione delle politiche. Anche il fattore rischio, la seconda fra le determinanti principali nelle scelte di portafoglio, acquista un ruolo di maggiore rilievo. I prestatori, ad esempio, sono sempre più consapevoli dell'impatto esercitato da tassi di interesse elevati ed instabili sulla capacità dei mutuatari di far fronte al servizio del debito. Peraltro, ciò determina una maggiore cautela nei prestatori, che rende più efficace una politica restrittiva agente attraverso i tassi di interesse.

Infine, è importante rilevare che i cambiamenti intervenuti in alcuni paesi nell'attività bancaria e finanziaria non esercitano soltanto un influsso diretto sulle politiche monetaria e di vigilanza. Essi rendono altresì più imperativo, ma in pari tempo più facile che in passato, un coordinamento di queste politiche. Nella maggior parte dei paesi, discostandosi le autorità monetarie dall'approccio di *regolazione fine* nella politica anticiclica, è tornata in primo piano la ragion d'essere originaria della funzione della banca centrale, ossia il mantenimento della stabilità fondamentale dei prezzi e delle condizioni finanziarie. I cambiamenti intervenuti nei mercati finanziari implicano altresì che si è fatta più tenue la distinzione fra gli strumenti della politica di vigilanza e quelli della politica monetaria. Allorché i mercati sono ben sviluppati ed i profitti hanno il ruolo preponderante nella gamma di obiettivi delle banche, l'efficacia dell'azione di politica monetaria dipende dalla misura in cui essa incide sui tassi di interesse. A loro volta questi incidono sui proventi e quindi sull'accumulazione di mezzi propri delle istituzioni creditizie, i quali acquistano una rilevanza crescente ai fini della salvaguardia della solidità del sistema bancario.

IV. LA POLITICA MONETARIA E I TASSI DI INTERESSE

Aspetti salienti

La politica monetaria continua ad essere formulata nel contesto relativamente stabile fornito dal controllo della quantità di moneta nei maggiori paesi industriali e da un approccio orientato al tasso di cambio nella maggior parte degli altri paesi. Queste strategie sono state impostate in modo da favorire il ritorno ad una crescita non inflazionistica e, per alcuni aspetti, gli sviluppi in campo economico lo scorso anno sono stati incoraggianti. In presenza di tassi di inflazione bassi o calanti, i moderati ritmi di espansione monetaria coerenti con l'obiettivo di mantenere sotto controllo le aspettative inflazionistiche hanno dato spazio ad una ripresa produttiva e paiono continuare ad operare in tal senso. Ma al tempo stesso negli Stati Uniti, congiuntamente ad un ampio disavanzo nei pagamenti correnti con l'estero, la dimensione dell'indebitamento totale interno si è accresciuta molto più rapidamente degli aggregati monetari.

Mentre nel corso degli ultimi anni vi è stata una tendenza convergente negli obiettivi fondamentali delle strategie impostate sugli aggregati monetari, le procedure di controllo differiscono ancora da paese a paese, particolarmente riguardo all'importanza attribuita all'influsso esercitato sulle contropartite interne ed esterne della creazione di moneta. Lo scorso anno è stato introdotto in Francia un nuovo sistema di controllo del credito, mentre in Giappone è proceduta l'evoluzione verso un meccanismo di controllo basato sui tassi di interesse. In alcuni paesi la gestione del debito pubblico ha posto problemi per il governo delle grandezze monetarie. Negli Stati Uniti, in Giappone, nel Regno Unito e in Germania le innovazioni introdotte nelle tecniche operative e nelle modalità di intervento ufficiale sul mercato monetario hanno inciso sul modo in cui i tassi di interesse a breve reagiscono agli influssi della politica monetaria e del mercato.

Dati gli sviluppi non omogenei della politica di bilancio e dell'economia, hanno differito altresì da paese a paese le implicazioni in termini di tasso di interesse dei moderati saggi di espansione monetaria. Nel corso del 1984 i tassi di interesse negli Stati Uniti sono dapprima saliti per poi segnare una flessione con l'indebolirsi dell'economia, mentre in Germania e Giappone i rendimenti sono rimasti notevolmente stabili o sono calati soltanto di poco. Sensibili agli influssi esterni, i tassi di interesse nel Regno Unito e in Canada hanno subito ampie oscillazioni durante l'anno. In Francia, Italia e Belgio un certo rafforzamento del cambio con il marco tedesco ha contribuito sia a rallentare l'inflazione interna sia a far calare i tassi di interesse. Nei primi mesi del 1985, in presenza di una nuova impennata del dollaro che ha cominciato a mettere alla prova l'ulteriore efficacia delle politiche antinflazionistiche negli altri paesi, i nuovi rialzi dei tassi di interesse statunitensi hanno sottoposto quasi ovunque a tensioni i tassi dei mercati dei capitali. In marzo e agli inizi di aprile il quadro ha subito un repentino cambiamento, in quanto il dollaro ha improvvisamente perso terreno in seguito a interventi ufficiali su vasta scala ed ai segni di una più lenta crescita economica negli Stati Uniti.

Rapportati ai tassi di inflazione, i tassi di interesse a lungo termine paiono ancora elevati, anche se ciò vale più per l'America del Nord che per il Giappone ed alcuni paesi dell'Europa continentale. Il disavanzo del bilancio federale e il vigore della ripresa hanno esercitato negli Stati Uniti una forte pressione sull'equilibrio risparmio/investimento. Gli alti rendimenti reali negli Stati Uniti hanno avuto la tendenza ad impartire spinte al rialzo sui rendimenti reali negli altri paesi; tuttavia nella maggior parte di questi è stato possibile in certa misura "sganciare" i tassi reali a lungo termine da quelli americani, in parte a causa del fatto che il mercato ha tenuto conto del rischio di un deprezzamento del dollaro.

Gli sviluppi dello scorso anno hanno posto in particolare rilievo l'interdipendenza delle economie nazionali e il modo in cui l'efficacia della politica monetaria è influenzata, anche nei paesi maggiori, dall'interazione con gli andamenti economici e le politiche degli altri paesi. Benché nel 1984 i risultati d'insieme siano stati a grandi linee positivi, il persistere dello squilibrio nella combinazione delle politiche negli Stati Uniti, in particolare se accompagnato, come di recente, da un indebolimento del dollaro, fa sorgere nuovi timori circa i problemi che può riservare il futuro.

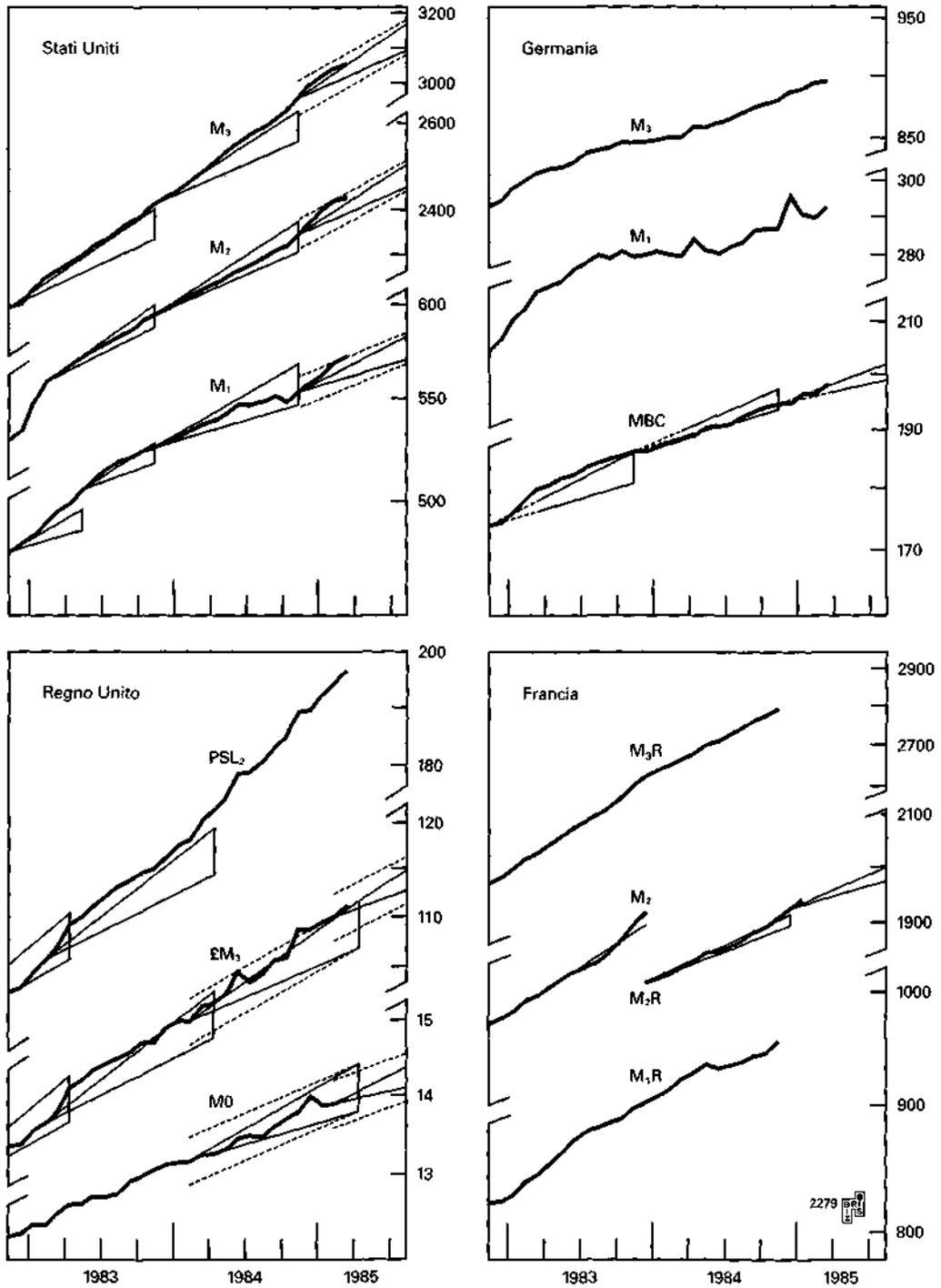
La dinamica della quantità di moneta e l'evoluzione delle strategie di controllo degli aggregati

Coerentemente con gli obiettivi a medio termine, lo scorso anno sono stati ulteriormente ridotti sia i tassi di crescita sia i campi di variazione per gli aggregati monetari adottati come variabile di riferimento. Negli Stati Uniti, la crescita di M_1 , che la Riserva federale, dopo una fase di instabilità, ha potuto nuovamente considerare come aggregato affidabile di guida alla politica monetaria, è proceduta irregolarmente con l'avanzare della ripresa, ma nell'insieme dell'anno è rimasta agevolmente entro il campo di variazione prefissato. Vi è stata tuttavia un'accelerazione nella crescita di M_3 e dell'indebitamento complessivo dei settori interni non finanziari. Negli altri paesi dove sono pubblicati obiettivi di crescita monetaria l'espansione degli aggregati ampi è generalmente rimasta moderata o è calata, secondo gli intendimenti, ed i tassi di incremento degli aggregati ristretti sono stati ancora più bassi. Nel Regno Unito tutti gli aggregati principali eccetto la base monetaria in senso ampio si sono accresciuti ad un ritmo alquanto sostenuto, ma i concomitanti cambiamenti nel sistema finanziario hanno reso di difficile interpretazione i loro movimenti.

Negli *Stati Uniti* gli aggregati monetari – e in particolare M_1 – erano cresciuti rapidamente nel 1982 e nei primi mesi del 1983 in un contesto di inflazione calante, di perturbazioni sui mercati finanziari e di cambiamenti del quadro normativo, ma avevano poi subito un rallentamento restando entro gli obiettivi per il 1983 ridefiniti partendo da una nuova base. In coerenza con la convinzione che l'impatto delle distorsioni si era esaurito ma che non dovesse essere neutralizzato, la Riserva federale ha posto per il 1984 degli obiettivi che implicavano un ulteriore rallentamento della crescita di M_1 e M_2 , riconfermandoli in luglio.

Nel quadro dell'approccio più discrezionale di politica monetaria adottato dalla metà del 1982, gli aggregati monetari hanno potuto muoversi più liberamente

Aggregati monetari: obiettivi e andamenti*
in miliardi di unità monetarie nazionali



*MBC = moneta della banca centrale; PSL₂ = liquidità del settore privato; M0 = base monetaria in senso ampio; R = disponibilità dei soli residenti. Scale logaritmiche. Per la Francia, medie mobili centrate di tre mesi.

nel breve periodo in relazione agli sviluppi economici e finanziari. Nel 1984 gli aggregati monetari sono cresciuti rapidamente fino a metà anno, per poi rallentare a partire da luglio, in un contesto di politica restrittiva nell'offerta di riserve bancarie e di una decelerazione del credito bancario. In autunno, allorché è emerso chiaramente che anche l'attività economica stava rallentando, la Riserva federale è divenuta più accondiscendente nell'offerta di riserve bancarie. Al fine di assecondare le flessioni dei tassi a breve del mercato monetario, il saggio di sconto della Riserva federale — che in aprile era stato innalzato dall'8,5 al 9% — veniva abbassato all'8% in due fasi, in novembre e in dicembre.

Agli inizi del 1985 la più rapida crescita degli aggregati, i rialzi dei tassi di interesse a breve ed i segnali provenienti dall'economia indicavano che la situazione era nuovamente cambiata. Nel febbraio il Presidente della Riserva federale riferiva al Congresso che la politica nei riguardi delle riserve bancarie era divenuta più guardinga. Alla fine del 1984 l'incremento su quattro trimestri di M_1 e M_2 si situava vicino al centro dei rispettivi campi di variazione prefissati, essendo rallentata fortemente la crescita delle disponibilità sui conti correnti fruttiferi che avevano segnato un'espansione prorompente nel 1983. I tassi di incremento di M_1 e dell'indebitamento degli aggregati ampi si trovavano invece al di sopra della soglia superiore dei campi di variazione posti come obiettivo. Per il 1985 sono stati

Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di espansione

Paesi	Aggregato monetario o creditizio ¹	Obiettivo ² per il			Espansione monetaria o creditizia				
		1983 ³	1984 ³	1985 ³	Periodo considerato ⁴		Variazioni su quattro trimestri basate su medie trimestrali primo trimestre		
					1983	1984	1983	1984	1985
in percentuale ⁵									
Stati Uniti	M_1	5-9	4-8	4-7	8,5	5,2	9,4	9,0	6,3
	M_2	7-10	6-9	6-9	8,5	7,7	12,1	8,7	9,0
	M_3	6,5-9,5	6-9	6-9,5	10,0	10,5	10,2	9,5	10,8
	TDND	8,5-11,5	8-11	9-12	10,8	13,4	9,3	11,8	13,4 ⁶
Giappone	$M_2 + CD$	7	8	8	6,8	7,9	6,7	7,8	7,9
Germania	MBC	4-7	4-6	3-5	7,0	4,6	7,1	5,5	4,9
Francia	M_2R	9	5,5-6,5	4-6	9,9	7,0 ⁷	10,5	8,9	7,1 ⁶
Regno Unito	M_0	—	4-8	3-7	—	5,7	3,9	5,8	5,4
	M_1	7-11	—	—	14,1	—	12,1	11,9	14,4
	$\text{£}M_3$	7-11	6-10	5-9	10,0	11,9	9,5	10,3	9,9
	PSL_2	7-11	—	—	12,6	—	9,5	12,2	15,1
Italia	CTI	18	17,4	16,2	20,6	20,0	20,3	21,3	20,2 ⁶
	M_2	—	—	10	—	—	16,7	12,9	11,8 ⁶
Svizzera	MBCR	3	3	3	3,6	2,5	7,6	1,1	2,4

¹ TDND = indebitamento complessivo dei settori interni non finanziari; MBC = moneta della banca centrale; M_2R = M_2 detenuta dai residenti; M_0 = base monetaria in senso ampio; PSL_2 = liquidità del settore privato; CTI = credito totale interno; MBCR = moneta della banca centrale rettificata. ² Per il Giappone, unicamente proiezioni. ³ Periodi di obiettivo: quarto trimestre su quarto trimestre per Stati Uniti (eccetto M_1 e M_2 nel 1983), Giappone (1983-84) e Germania; dicembre su dicembre per l'Italia. Periodi basati sulla medie novembre-gennaio per la Francia e su febbraio-aprile dell'anno successivo per il Regno Unito. Medie annuali per la Svizzera. Per gli Stati Uniti, i valori di obiettivo indicati per M_1 e M_2 relativamente al 1983 sono quelli stabiliti nel luglio 1983 per periodi che vanno da febbraio-marzo (M_2) e dal secondo trimestre (M_1) al quarto trimestre. Nel febbraio 1984 la definizione di M_3 è stata modificata includendo gli eurodollari detenuti dai residenti USA. Per il Giappone, è indicata per il 1985 la proiezione secondo trimestre su secondo trimestre. Per la Francia, l'obiettivo per il 1983 applicato a M_2 , che comprendeva le attività di M_2 detenute dai non residenti. Per il Regno Unito, la definizione di $\text{£}M_3$ per il 1984-85 è stata modificata escludendo i depositi del settore pubblico. ⁴ Calcolato sulla stessa base dell'obiettivo. ⁵ A tassi annui. ⁶ Quarto trimestre 1984. ⁷ Preliminare.

abbassati i limiti superiori degli intervalli di crescita di M_1 e M_2 . Quelli per M_3 e per gli aggregati ampi dell'indebitamento sono stati per contro innalzati, ma i nuovi margini comportano tassi di crescita inferiori a quelli effettivamente registrati nel 1984.

In *Germania* il forte tasso di incremento della moneta della banca centrale registrato nel 1983 era stato il riflesso di perturbazioni prodottesi nei primi mesi dell'anno. Nel 1984, benché il temporaneo rallentamento nel ritmo di crescita economica agli inizi dell'anno abbia lasciato traccia nell'andamento della moneta della banca centrale, l'espansione di quest'ultima ha seguito un corso sostanzialmente stabile secondo la direttrice stabilita a metà 1983. Il campo di variazione fissato per il 1985 è più basso rispetto all'anno precedente, pur essendo concepito in modo da consentire un'ulteriore espansione dell'aggregato nell'arco dell'anno al tasso del 4%. Questo valore è stato calcolato in funzione di una crescita attesa su base annua del potenziale produttivo di poco più del 2% in termini reali e allo scopo di consolidare il rallentamento dell'inflazione prodottosi nel 1984. Durante l'anno sono stati apportati soltanto modesti aggiustamenti nella graduazione degli strumenti di politica monetaria; l'incremento dal 4 al 4,5% nel saggio di sconto della Bundesbank nel giugno 1984 e l'aumento dal 5,5 al 6% nel tasso sulle anticipazioni nel gennaio 1985 erano volti esclusivamente a permettere una ristrutturazione del modo in cui la moneta della banca centrale è fornita dalla Bundesbank.

Anche in *Giappone* il livello dei tassi di interesse ufficiali è stato mantenuto sostanzialmente invariato durante il 1984. Il tasso di espansione di $M_2 + CD$ è rimasto notevolmente stabile in linea con le proiezioni ufficiali, nonostante l'introduzione di diversi strumenti finanziari non monetari. Il tasso previsionale per il 1985 tiene conto del calo tendenziale della velocità di circolazione della moneta ed è in linea di massima coerente con il potenziale di crescita dell'economia e con incrementi minimi nel livello generale dei prezzi.

In *Francia* e nel *Regno Unito* gli orientamenti delle autorità sono stati chiaramente rispecchiati da un progressivo abbassamento di anno in anno dei valori di obiettivo per la crescita monetaria. Tuttavia, a causa di cambiamenti strutturali, i recenti sviluppi negli aggregati sono stati di difficile interpretazione.

In *Francia*, nel fissare gli obiettivi per la crescita di M_2R nel 1984 e 1985, si è tenuto conto in certa misura dell'espansione dei collocamenti del pubblico in fondi comuni di investimento (FCP e SICAV) che non sono compresi nell'aggregato. Un'accelerazione nella crescita di M_2R verso la fine del 1984 ha principalmente rispecchiato temporanei sviluppi sfavorevoli sul mercato dei capitali. Eliminando i margini non utilizzati disponibili per la nuova erogazione di credito che le banche avevano progressivamente accumulato nel quadro dei preesistenti massimali, il nuovo sistema di controllo del credito annunciato nell'ultima parte del 1984 (cfr. pagina 77) dovrebbe dimostrarsi utile nel contenere il credito bancario qualora si rafforzasse la domanda di esso.

Nel *Regno Unito* lo scorso anno si sono incontrate difficoltà sia nella definizione degli obiettivi di crescita degli aggregati sia nell'attuazione della politica monetaria. In una certa misura le autorità avevano potuto prevedere la rapida espansione monetaria registrata nel 1984 con l'intensificarsi della concorrenza da parte delle

banche e delle "building societies" nella raccolta dei depositi delle Famiglie. Ciò è valso non soltanto per M_1 , il cui incremento è stato abnormemente sbilanciato verso nuovi tipi di conti fruttiferi, ma anche per M_2 (saldi transattivi e depositi di limitato ammontare) e per PSL_2 (liquidità del settore privato in senso ampio). Soltanto per M_0 e la componente in sterline di M_3 sono stati posti obiettivi di crescita per il 1984. La crescita del secondo aggregato è stata influenzata da un andamento irregolare del fabbisogno di finanziamento del Tesoro e da movimenti erratici connessi alla vendita della British Telecom, ma ha altresì rispecchiato la rapida espansione del credito bancario al settore privato. Essa è rimasta prossima al limite superiore del campo di variazione durante l'anno, con sconfinamenti in due momenti cruciali allorché la sterlina si è trovata sotto pressione sul mercato dei cambi per ragioni di altra natura. In ciascuna occasione sono state adottate procedure di intervento inconsuete: nel giugno 1984 la Banca d'Inghilterra emanava una dichiarazione riaffermando che la politica monetaria si sarebbe mantenuta lungo la rotta prestabilita, e nel gennaio 1985 veniva reintrodotta, per un giorno, il *minimum lending rate* sospeso dal 1981. Si sono dovuti consentire forti aumenti dei tassi di interesse a breve, e i tassi-base delle banche, che nell'aprile 1984 si erano situati all'8,5%, si sono portati al 14% alla fine del gennaio 1985. L'espansione di M_0 (costituita essenzialmente dal circolante) è rimasta entro il campo di variazione prefissato, ma è difficile stabilire quale importanza possa essere attribuita agli andamenti di questo solo aggregato. Nell'osservanza della strategia a medio termine del Governo, il Cancelliere dello Scacchiere ha annunciato nuovi, più bassi intervalli di crescita per M_0 e M_3 in sterline in occasione della presentazione del bilancio nel marzo 1985.

In Italia lo scorso anno il credito al settore pubblico ha continuato ad espandersi fortemente. La crescita del credito bancario al settore privato ha segnato una decisa accelerazione in un contesto di ripresa economica e in seguito allo spirare, nel dicembre 1983, del sistema di sorveglianza rimasto in atto dopo l'abbandono dello strumento decennale dei massimali sugli impieghi bancari, avvenuto a metà 1983. In presenza di tassi di interesse nominali più elevati che nella maggior parte degli altri paesi e di una prospettiva di stabilità del tasso di cambio entro il Sistema monetario europeo, vi è stata una fortissima espansione dei crediti in valuta, rifinanziati all'estero dalle banche, cosicché in luglio è stato posto un massimale alla posizione debitoria netta sull'estero delle aziende di credito. In settembre, allorché è stata riconsiderata la situazione, si è deciso di tentare il contenimento entro il 14% della crescita dei crediti bancari al settore privato per il 1984 (che a quel momento minacciava di crescere ad un ritmo del 16,5%) rispetto ad un obiettivo originario del 12,5%. Al tempo stesso veniva innalzato al 16,5% il saggio ufficiale di sconto, che era stato abbassato dal 17 al 15,5% fra il febbraio ed il maggio 1984. Successivamente la crescita del credito totale interno è rallentata, e per l'insieme del 1984 essa si è mantenuta praticamente in linea con l'obiettivo riveduto. E' tuttavia proseguito l'afflusso di fondi dall'estero, e l'espansione di M_2 ha raggiunto il 12%. Nel gennaio 1985, a seguito di un'ulteriore flessione del tasso di inflazione, il saggio di sconto è stato riportato al 15,5%.

In Svizzera nel 1984 l'espansione della moneta della banca centrale rettificata è risultata inferiore al valore di obiettivo. Il connesso rialzo dei tassi di interesse a breve è stato ritenuto appropriato al fine di impedire un aumento eccessivamente rapido della domanda aggregata. L'obiettivo a lungo termine è quello di limitare l'espansione della moneta della banca centrale ad un tasso annuo del 2-2,5%.

In *Canada*, dove dal 1982 non sono più in uso obiettivi per l'espansione monetaria, gli spostamenti tra le varie forme di deposito continuano a rendere impossibile la fissazione di itinerari di crescita per gli aggregati ristretti, mentre permane problematica la controllabilità degli aggregati ampi. Per il momento, la politica monetaria resta in larga misura orientata al tasso di cambio ed al tasso di interesse, anche se la Banca del Canada prosegue la sua azione di sorveglianza dell'andamento degli aggregati, congiuntamente a quello di altri indicatori finanziari ed economici.

L'interpretazione degli andamenti degli aggregati monetari. Le strategie di controllo degli aggregati monetari poste in atto negli ultimi anni hanno, in vario grado, un orientamento a medio termine, e gli sviluppi monetari devono essere riguardati principalmente alla luce di politiche intese a conseguire e mantenere la stabilità dei prezzi come base per un'espansione economica durevole. Al limite potrebbe sembrare che, per essere credibili, tali politiche debbano avere come meta l'eliminazione dell'inflazione. In pratica, ovviamente, gli obiettivi annuali sono basati su una certa stima del potenziale disponibile per una crescita non inflazionistica della produzione e, di norma, hanno contemplato un aumento del livello generale dei prezzi. Un certo incremento degli indici dei prezzi può prodursi, anche in condizioni non inflazionistiche, ad esempio in presenza di variazioni dei prezzi relativi oppure di aumenti nei prezzi fissati dall'autorità pubblica.

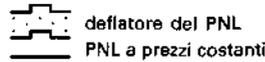
Come si rileva dal grafico, durante gli ultimi due anni i tassi di crescita degli aggregati-chiave sono rimasti moderati o hanno segnato una flessione, mentre i tassi di inflazione sono calati decisamente. In altri termini, è stata in gran parte evitata un'accelerazione della crescita della quantità di moneta in termini nominali, caratteristica di precedenti riprese cicliche, ma in termini deflazionati i tassi di espansione degli aggregati sono cresciuti. In tutti i paesi considerati, per un certo periodo essi sono stati decisamente positivi. In termini assai generali, pertanto, gli andamenti della quantità di moneta paiono indicare una politica monetaria di sostegno alla ripresa economica, quali che siano i meccanismi di trasmissione.

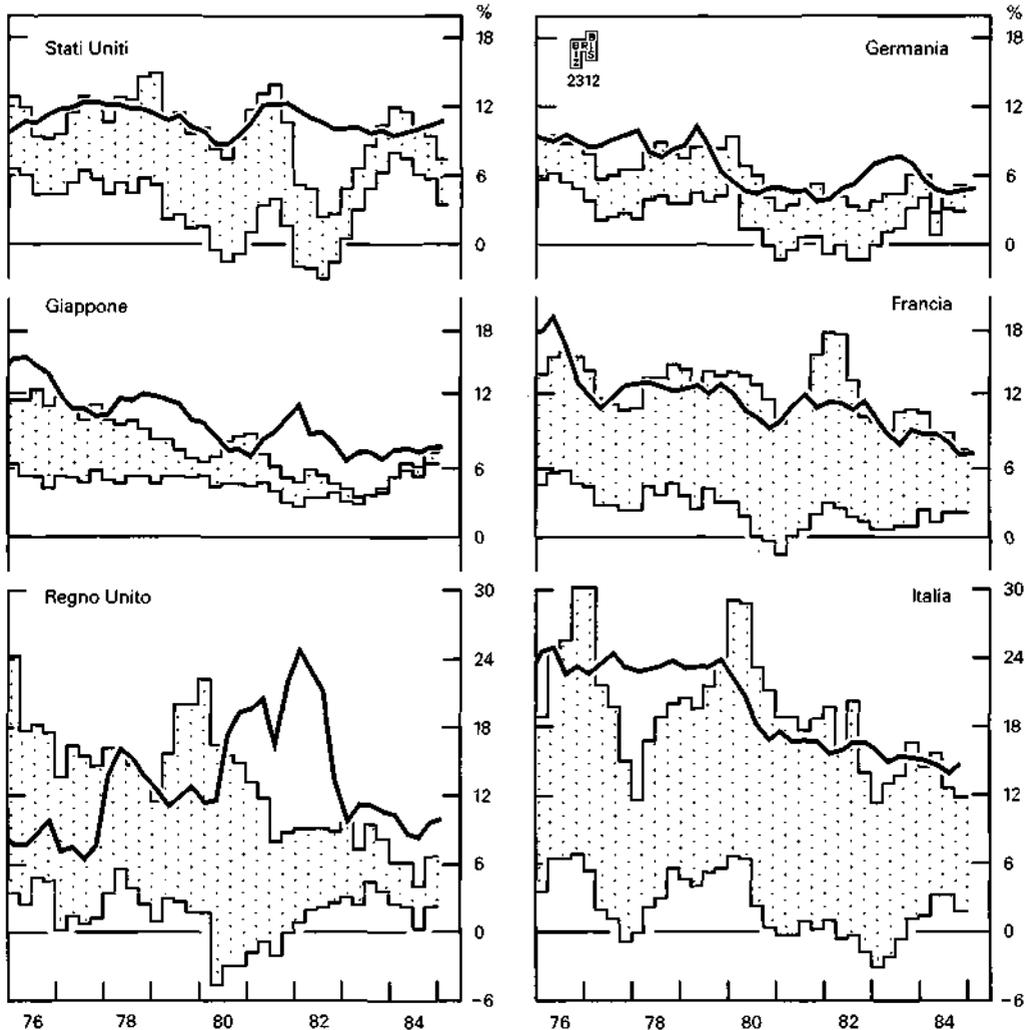
Nel considerare gli obiettivi di politica monetaria occorre tenere conto di altri fattori che hanno alterato la relazione nel breve periodo fra la quantità di moneta ed il PNL nominale. Il calo alquanto generale della velocità di circolazione degli aggregati monetari, sia ampi che ristretti, avutosi negli anni 1982-83 è stato influenzato, a seconda del paese in questione, da una crescita della domanda di saldi a fini precauzionali in fase di recessione e di strumenti transattivi a basso rendimento al calare dei tassi di inflazione e dei tassi di interesse, oppure dal processo di innovazione finanziaria, oppure ancora da altri fattori distorsivi. Comunque, anche soltanto nella misura in cui la politica monetaria ha semplicemente assecondato un incremento nella domanda di liquidità in rapporto al PNL, essa ha creato spazio per la ripresa economica.

Successivamente pare essersi nuovamente stabilita una relazione più normale fra le variazioni della quantità di moneta e del PNL nominale. Negli Stati Uniti la decisione della Riserva federale di astenersi dal tentativo di annullare il precedente eccezionale aumento della massa monetaria (e calo della velocità di circolazione) chiaramente non ha causato, in retrospettiva, una recrudescenza dell'inflazione. Nel corso del 1984 la politica monetaria è stata nuovamente aggiustata in modo flessibile

Aggregati monetari e PNL in termini nominali e reali

Variazioni percentuali su quattro trimestri


 deflatore del PNL
 PNL a prezzi costanti



*Basata su medie trimestrali (per Stati Uniti e Italia, M_3 ; per Germania, moneta della banca centrale; per Giappone, $M_2 + CD$; per Francia, M_2R ; per Regno Unito, M_3 in sterline).

allorché è divenuto palese che la ripresa stava rallentando. La risposta è stata, in certa misura, di tipo discrezionale. In Germania, dove gli andamenti finanziari ed economici sono stati meno movimentati, gli obiettivi di crescita monetaria sono costantemente collegati, da lungo tempo, all'evoluzione del potenziale produttivo. Negli ultimi anni la moneta della banca centrale ha avuto nel complesso la tendenza a crescere in relazione alla produzione effettiva, e sulla base della passata esperienza ci si potrebbe attendere che un aumento della velocità di circolazione contribuisca ad assecondare la ripresa economica. Anche in Giappone l'attivazione di saldi monetari inoperosi ha contribuito a rendere compatibile un andamento uniforme degli aggregati monetari con la forte ripresa dell'economia.

Nell'interpretare gli andamenti della velocità di circolazione si deve altresì tenere conto dei cambiamenti intervenuti nel sistema finanziario. Lo scorso anno essi hanno contribuito a determinare uno spostamento di fondi verso strumenti di mercato e quindi a rallentare la crescita di M_2R in Francia, sebbene anche la domanda di credito sia stata debole. Negli Stati Uniti il forte aumento delle emissioni di CD di grosso taglio, dovuto all'intensa concorrenza delle banche nella provvista di fondi per finanziare la rapida espansione degli impieghi, ha esercitato un forte impatto su M_3 .

L'interpretazione degli andamenti del credito. Lo scorso anno negli Stati Uniti la crescita dell'aggregato ampio dell'indebitamento ha di gran lunga sopravanzato quella di tutte le misure della quantità di moneta. La Riserva federale pubblica per tale aggregato un campo di variazione per fini di controllo, e la questione che si pone è di sapere quale indicazione fornisce il suo andamento sull'indirizzo della politica monetaria. Benché non costituisca il principale strumento od obiettivo intermedio di politica monetaria, l'espansione del credito può rispecchiare da vicino gli sviluppi economici e finanziari, in particolare dove esistono problemi nei conti con l'estero o dove sono in corso innovazioni finanziarie.

L'indebitamento complessivo dei settori interni non finanziari sul mercato del credito comprende grandissima parte dei fondi raccolti da Famiglie e Imprese residenti e da enti dell'Amministrazione pubblica sui mercati creditizi degli Stati Uniti. Esso include i titoli di credito collocati direttamente presso gli investitori non finanziari così come i fondi prestati dalle banche e da altri intermediari finanziari. Resta tuttavia escluso il finanziamento azionario nonché talune poste come il credito commerciale. Per molti anni il rapporto fra l'aggregato ampio dell'indebitamento ed il PNL in termini nominali era rimasto relativamente stabile ma, come nel caso degli aggregati monetari, questa relazione ha subito un marcato cambiamento nell'ultima parte del 1982 ed agli inizi del 1983. Mentre però la velocità degli aggregati monetari si è in seguito relativamente normalizzata, lo scorso anno la velocità di circolazione in rapporto al reddito dell'aggregato creditizio in parola ha registrato un ulteriore forte calo.

In gran parte, l'espansione dell'aggregato ampio dell'indebitamento fra il quarto trimestre 1983 ed il quarto trimestre 1984 è dovuta all'aumento del 17% dell'indebitamento del governo federale, per lo più in forma non liquida. Ciò ha rispecchiato un ampliamento del fabbisogno strutturale che non ha precedenti in uno stadio avanzato di ripresa economica. L'incremento complessivo delle altre componenti, pari a circa il 13%, si è discostato meno rispetto all'esperienza di precedenti fasi di ripresa ciclica. Il credito al settore Famiglie ed il credito a breve alle Imprese si sono dilatati a ritmo sostenuto; nel caso delle imprese ciò è soprattutto attribuibile all'enorme crescita della carta commerciale. L'espansione del credito bancario è stata gonfiata da un eccezionale volume di operazioni di fusione e di *leveraged buy-out* (cfr. Capitolo III pagina 50) nei primi mesi del 1984, ma in seguito essa è andata rallentando. L'incremento in corso d'anno degli impieghi ed investimenti bancari è risultato soltanto dell'11,5% circa.

L'ampio disavanzo federale avrebbe potuto avere un effetto frenante sulla domanda privata di credito se l'ingente deficit nella bilancia dei pagamenti correnti non avesse agito da valvola di sfogo. L'incremento di \$ 715 miliardi nell'aggregato ampio dell'indebitamento nel 1984 si è prodotto in presenza di un disavanzo esterno

di parte corrente di oltre \$100 miliardi. Circa \$70 miliardi di fondi esteri sono compresi, unitamente alla formazione interna di attività, come fonti dirette e indirette di risorse finanziarie dei mercati creditizi. La differenza corrisponde all'incirca alla discrepanza statistica della bilancia dei pagamenti, benché dagli aggregati del mercato creditizio siano esclusi cospicui afflussi e deflussi identificati di titoli azionari ed altri investimenti diretti. Fra gli utilizzi identificati di fondi esteri, gli afflussi al sistema bancario sono ammontati a oltre \$20 miliardi. Una piccola parte di questi rientra nella variazione rilevata degli aggregati monetari e del credito bancario degli Stati Uniti. La rimanenza — essenzialmente costituita da movimenti nelle posizioni interbancarie — è potuta servire come base per l'erogazione di credito contribuendo a moderare la crescita delle passività monetarie interne delle banche. La Riserva federale ha tenuto conto di questo fattore nel valutare gli andamenti degli aggregati.

In sintesi si può quindi affermare che la rapida espansione del credito totale nel 1984 ha rispecchiato principalmente il duplice disequilibrio presente nell'economia americana: il disavanzo di bilancio ed il disavanzo nei conti con l'estero. Questi disequilibri non potevano essere adeguatamente corretti dalla sola politica monetaria. L'evoluzione del credito tende nondimeno a confermare che quest'ultima ha dato spazio alla ripresa economica all'interno e all'estero.

Negli altri paesi, gli aggregati creditizi *ampi* rivestono un ruolo più limitato come guide per la politica monetaria. In Italia, dove i limiti posti all'espansione del credito totale implicano un'attenta considerazione del vincolo esterno di parte corrente, i distinti valori programmati per il credito ai settori pubblico e privato rispecchiano il modo in cui il conseguimento dell'obiettivo dipende dalla politica fiscale e dalla politica monetaria. Nella maggior parte degli altri paesi le autorità continuano a concentrare l'attenzione sugli sviluppi del credito bancario e, in vario grado, gli obiettivi posti per il credito ed i flussi monetari con l'estero sono esplicitamente tenuti in considerazione nel formulare i valori programmati di crescita degli aggregati monetari. Nel Regno Unito i movimenti erratici nel credito bancario al settore privato e nel finanziamento del fabbisogno del settore pubblico hanno contribuito alle difficoltà incontrate lo scorso anno nel mantenere M_3 in sterline entro i valori di obiettivo. In Germania e in Giappone il credito bancario ha avuto un andamento meno movimentato: il tasso di espansione del credito bancario totale ai settori privato e pubblico nell'insieme dell'anno è stato moderato e si è mantenuto strettamente in linea con quello degli aggregati monetari ampi. Sostanzialmente, lo stesso può dirsi in Francia per il credito interno netto, cioè il credito finanziato con mezzi monetari.

L'evoluzione delle strategie basate sugli obiettivi e delle procedure di controllo monetario

Risale ai primi anni settanta l'impiego negli Stati Uniti di obiettivi non annunciati di crescita degli aggregati come linee direttrici per l'attuazione della politica monetaria, e sono trascorsi oltre dieci anni da quando siffatti obiettivi vennero resi noti per la prima volta in Germania, Svizzera e Stati Uniti. Solo di poco più recente è l'adozione di obiettivi resi pubblici nel Regno Unito, in Francia e in Giappone. Con il passare del tempo, e specialmente dal 1979, si è manifestata una

convergenza fra i vari paesi nell'impostazione di base su cui si fonda tale approccio di politica monetaria. Le procedure operative hanno subito adattamenti — più o meno profondi a seconda dei paesi — in funzione sia delle esperienze maturate, sia dei cambiamenti nel contesto finanziario e nelle concezioni circa la migliore via per conseguire gli obiettivi. Benché siano ravvisabili alcune tendenze comuni, le tecniche impiegate ed i problemi cui esse sono soggette variano ancora ampiamente da paese a paese.

Vi è stata sì una tendenza abbastanza generale da parte delle autorità monetarie a fare crescente affidamento sui meccanismi del mercato nel controllo monetario e nei processi di trasmissione degli impulsi della politica, ma l'inizio e il ritmo di questo processo sono stati parimenti diversi a seconda dei paesi. In alcuni casi gli strumenti di controllo hanno dovuto essere modificati in modo tale da renderli compatibili con la rimozione su vasta scala dei vincoli posti ai tassi di interesse, al credito e ai cambi, inerente al principio della deregolamentazione dei mercati. In una più vasta gamma di paesi sono stati compiuti passi per allargare l'accesso ai mercati monetari e per incoraggiare aggiustamenti più flessibili dei tassi di interesse a breve.

La specificazione degli obiettivi. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito i cambiamenti intervenuti durante il 1984 nel sistema finanziario (cfr. Capitolo III) hanno indotto a riconsiderare ulteriormente l'importanza attribuita a determinati aggregati come variabile di riferimento per la politica monetaria. In alcuni altri paesi, invece, le autorità si basano essenzialmente sugli stessi aggregati da diversi anni. La ragione non sta nel fatto che in questi paesi sia mancato il progresso tecnologico o l'innovazione nell'impiego degli strumenti finanziari, bensì nel fatto che i cambiamenti nel quadro normativo e nel comportamento delle banche hanno avuto luogo ad un ritmo pacato. L'utilità di particolari aggregati come obiettivi o indicatori non dipende soltanto dalla prevedibilità delle loro relazioni con il prodotto, l'inflazione ed i tassi di interesse. Negli Stati Uniti la Riserva federale ha di regola attribuito massima importanza ad una misura dei saldi monetari per fini transattivi assoggettabile ad un controllo abbastanza stretto mediante la manovra dei tassi di interesse. La precedente esperienza negli Stati Uniti e in Canada, dove alcuni anni orsono un obiettivo in termini di aggregato monetario ristretto ha dovuto essere abbandonato a causa dell'impatto dell'innovazione finanziaria, fa ritenere che vi possa essere il rischio, allorché la domanda degli strumenti compresi nell'aggregato è fortemente elastica al variare dei tassi di interesse, che questi ultimi non siano innalzati in misura o con rapidità sufficiente ad arginare la domanda aggregata in modo tale da contrastare efficacemente l'inflazione. Inoltre, in taluni contesti istituzionali è divenuto sempre più difficile distinguere i saldi transattivi da quelli detenuti a fini di risparmio.

Nella maggior parte dei paesi viene data importanza ai movimenti degli aggregati ampi che possono servire a segnalare il corretto andamento di variabili ad essi collegate, come il credito bancario al settore privato, il finanziamento monetario del fabbisogno statale ed i flussi monetari con l'estero. In gran parte dei casi gli impieghi bancari sono ancora una componente vasta ed instabile del credito totale al settore privato, e gli assetti istituzionali richiedono una stretta sorveglianza del finanziamento monetario del disavanzo pubblico. Inoltre, i flussi monetari con l'estero permangono rilevanti in un contesto di fluttuazione guidata. Benché soltanto pochi paesi cerchino attualmente di influenzare in maniera diretta il credito

bancario, il suo andamento deve essere mantenuto sotto sorveglianza anche quando i tassi di interesse costituiscono il principale strumento di controllo monetario.

Nel corso degli anni sono state apportate modifiche di scarso rilievo alle procedure in uso nei paesi per la definizione degli obiettivi, ossia nell'impiego di obiettivi in termini di valore puntuale, di campo di variazione o di media annua, nella determinazione dei periodi di obiettivo, e così via. Negli Stati Uniti, ad esempio, gli obiettivi per il 1985 sono stati per la prima volta presentati graficamente in forma sia di "fasce" che di "coni". Elementi di questo tipo possono chiaramente essere considerati secondari, purché non venga attribuita troppa importanza ai movimenti della quantità di moneta nel brevissimo periodo. Tutti i paesi basano le proprie norme di crescita monetaria sui risultati effettivi nel precedente periodo di obiettivo e, di fatto, incorporano nella grandezza di riferimento le più recenti informazioni disponibili. Laddove questo comporta una traslazione della base — come avvenuto nel 1985 negli Stati Uniti per M_3 e per l'aggregato ampio dell'indebitamento — le ragioni di ciò hanno potuto prontamente essere spiegate. Un indice di più importanti differenze fra le procedure operative nei paesi maggiori è forse il diverso grado in cui gli sviluppi tendenziali anziché congiunturali entrano nella formulazione degli obiettivi e nell'interpretazione degli andamenti monetari in corso da parte delle autorità e del pubblico.

I meccanismi di controllo diretto del credito non sono più in uso nella maggior parte dei paesi industriali. I sistemi che operano in Giappone e Francia hanno subito di recente importanti cambiamenti.

In Francia era in vigore da oltre un decennio un sistema alquanto rigido di massimali al credito fissati mensilmente per le singole banche, comprendente una complessa serie di trattamenti preferenziali per particolari tipi di credito. Nel gennaio 1985 esso è stato sostituito con nuove disposizioni volte ad attribuire alle banche un maggiore potere d'iniziativa nella gestione del bilancio ed un certo margine di manovra in termini di concorrenza. Nel quadro della nuova regolamentazione le autorità terranno sotto stretta sorveglianza il credito erogato dall'intero sistema bancario nella misura in cui esso è finanziato con mezzi monetari. Le singole banche saranno libere di espandere le rispettive quote di mercato, sia raccogliendo nuove risorse con aumenti di capitale ed emissioni obbligazionarie, sia accettando l'onere di detenere riserve infruttifere presso la Banca di Francia commisurate agli impieghi. I coefficienti di riserva sono stabiliti in modo da crescere in rapida progressione in rapporto all'erogazione di credito. Tuttavia potranno essere fatte concessioni compatibilmente con le prospettive di espansione della moneta. È stato poi abolito il complesso di regimi speciali per determinate categorie di credito che aveva di fatto inceppato il funzionamento del vecchio sistema. Inizialmente, con la nuova regolamentazione, il 70% della crescita del credito privilegiato sarà considerato espansione del credito. Per contribuire a stabilire un più stretto legame fra l'erogazione di credito e le variazioni nel costo del suo finanziamento in termini di tassi di interesse, l'obbligo di riserva è stato reso contestuale.

In Giappone nel corso degli ultimi due anni il sistema di "window guidance" si è trasformato, passando da un rigido strumento di controllo del credito ad espressione degli intendimenti della banca centrale circa le prospettive a breve termine di espansione del credito. Come processo di più lungo periodo, in presenza

di una tendenziale maggiore liquidità del settore delle imprese e di un calo della quota delle banche nell'intermediazione finanziaria, è andato progressivamente diminuendo l'affidamento fatto sulla "window guidance" nell'attuazione del controllo monetario. Con lo sviluppo di mercati monetari accessibili ai soggetti non bancari, il meccanismo di trasmissione della politica monetaria può attualmente basarsi in certa misura sulle variazioni nel livello di intermediazione finanziaria indotte dai movimenti dei tassi del mercato monetario in rapporto ai più rigidi rendimenti dei depositi. In una prospettiva a più lungo termine, con il procedere della deregolamentazione dei tassi sui depositi e con l'autorizzazione di nuovi strumenti, vi è da attendersi che l'efficacia della politica monetaria dipenda maggiormente dall'elasticità della spesa in funzione dei tassi di interesse.

Le modifiche annunciate lo scorso anno, in parte connesse all'apertura verso l'estero dei mercati finanziari, comprendono l'ulteriore liberalizzazione dell'attività di emissione dei CD, l'autorizzazione dei certificati del mercato monetario, l'abolizione dei limiti posti alla conversione di valuta estera in yen da parte delle banche abilitate alle operazioni di cambio e la rimozione dei vincoli sulle negoziazioni a termine in divise estere, fornendo alle banche ed agli operatori non bancari un maggior margine di manovra nella gestione delle attività e passività. Di conseguenza, i rapporti di parità a livello internazionale dei tassi di interesse concernenti lo yen hanno assunto una connotazione più esatta. Il processo di deregolamentazione è stato graduale e non ha pregiudicato l'efficacia dell'aggregato $M_2 + CD$ come grandezza di riferimento per la politica monetaria. L'ulteriore liberalizzazione dei tassi di interesse sui depositi rende necessaria la cooperazione del sistema di risparmio postale e un'intesa sulle misure atte ad agevolare il superamento dei problemi di transizione da parte delle piccole banche.

In molti paesi la gestione del debito pubblico viene di fatto ad assumere la funzione di strumento di politica monetaria. Il sistema bancario di regola non acquista titoli di Stato a lunga scadenza, ma soddisfa efficacemente il fabbisogno residuale di finanziamento della pubblica amministrazione sia assorbendo buoni del Tesoro sia sulla base di accordi speciali. Pochi paesi maggiori impongono attualmente vincoli di portafoglio alle istituzioni finanziarie per limitare l'impatto del finanziamento del Tesoro sulla quantità di moneta o sui tassi di interesse. In taluni paesi i titoli del Tesoro godono ancora di vantaggi in virtù di agevolazioni fiscali e vincoli sui tassi di interesse.

Nel Regno Unito, durante gli ultimi anni le vendite nette di titoli del settore pubblico a residenti non bancari hanno in media sopravanzato il fabbisogno di finanziamento del settore pubblico, fenomeno questo divenuto noto come *overfunding*. In particolare, sono stati ingenti gli acquisti di titoli di Stato da parte delle società di assicurazione e dei fondi-pensione. Ciò si è verificato in un contesto di espansione del credito bancario al settore privato ad un ritmo di gran lunga superiore all'obiettivo ufficiale di crescita delle passività bancarie comprese nella componente in sterline di M_3 , nonché di ridotte emissioni di titoli a lungo termine da parte delle banche. Le tensioni che ne sono scaturite sul mercato monetario sono state allentate, dopo che si erano esaurite le disponibilità bancarie in buoni del Tesoro, con l'acquisto presso le banche di effetti commerciali da parte della Banca d'Inghilterra. In certa misura la banca centrale ha impiegato a tale fine i fondi derivanti dai depositi ad essa affidati dal Tesoro. La scelta dello strumento ha in

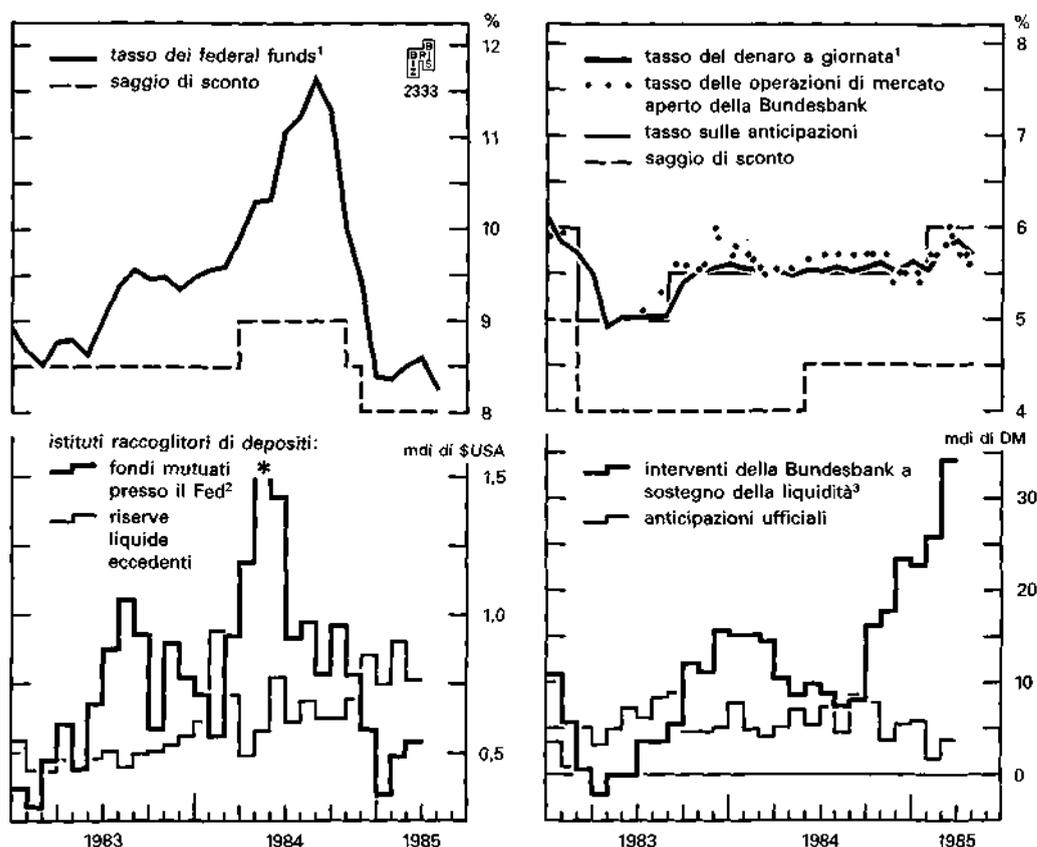
parte riflesso l'orientamento di mercato che ha ispirato le modifiche nelle procedure ufficiali di intervento sul mercato monetario introdotte nel 1981. Tuttavia gli acquisti di effetti su scala sufficiente ad incidere sulla struttura dei tassi del mercato monetario potrebbero avere un effetto distorsivo sul credito bancario e sulla quantità di moneta stimolando operazioni di arbitraggio sui predetti strumenti (con l'indebitamento da parte di operatori non bancari contro rilascio di effetti, per finanziare la costituzione di depositi). Sono stati altresì espressi timori circa il fatto che la connessa trasformazione delle scadenze, operata congiuntamente dal Governo e dalla banca centrale, potrebbe comportare un costo netto a carico del Tesoro allorché i tassi di interesse a lungo termine superano mediamente quelli a breve e, ciò che è ancora più importante, che questo processo potrebbe avere un impatto sulla curva dei rendimenti tale da dissuadere le imprese non finanziarie dall'allungare la scadenza media delle proprie passività.

Molti elementi di questa situazione sono riscontrabili anche altrove. Nei Paesi Bassi si è in certi periodi registrato un calo nel credito netto erogato dal sistema bancario all'operatore pubblico, nel quadro di politiche tese a limitare il ricorso del settore pubblico al finanziamento monetario. Le attività verso il settore privato sono da lungo tempo una componente importante dell'attivo delle autorità monetarie in Giappone e in molti paesi dell'Europa continentale. In Germania, nei Paesi Bassi, in Svizzera e in Canada il Tesoro ha tradizionalmente detenuto una posizione creditoria netta verso la banca centrale: in Germania e in Canada lo spostamento di questi saldi attivi sul mercato può essere impiegato come strumento di manovra del mercato monetario. Un aspetto ancora più rilevante è che negli ultimi anni solo in pochi paesi vi sono state emissioni obbligazionarie su vasta scala da parte di società non finanziarie, anche se in molti casi le imprese dispongono di altri strumenti in alternativa al credito bancario a breve. Nel Regno Unito con il bilancio di quest'anno sono stati presi provvedimenti per facilitare l'emissione di obbligazioni societarie con scadenza a 1-5 anni. Resta da vedere se i recenti incrementi dei tassi di interesse a breve contribuiranno parimenti a determinare un assetto diverso nella struttura del finanziamento dei settori pubblico e privato.

In taluni altri paesi il problema principale nella gestione del debito pubblico è stato quello tradizionale di contenere l'impatto degli ampi fabbisogni di finanziamento del Tesoro sulla liquidità del sistema. In Italia, la cessazione, nel 1981, dell'accordo in base al quale la Banca d'Italia garantiva l'assunzione dei titoli del Tesoro non collocati presso il pubblico o le banche ha contribuito a rendere più efficace il controllo monetario. Nondimeno, negli ultimi anni un ingente quantitativo di buoni del Tesoro a breve e di titoli di Stato a tasso di interesse variabile si è accumulato nelle mani di investitori non bancari. In Belgio l'operare della politica monetaria è stato sensibilmente influenzato da una espansione delle disponibilità bancarie in titoli di Stato a breve e, talvolta, dall'impatto esercitato sulla liquidità dall'indebitamento all'estero della pubblica amministrazione. In Svezia, dove negli ultimi anni è stata realizzata una ampia gamma di nuovi strumenti del debito pubblico, nel settembre 1984 è stato modificato il vincolo di portafoglio imposto alle società di assicurazione ed è stato esteso al Fondo nazionale delle pensioni. Da allora in poi i coefficienti - che in precedenza specificavano le consistenze minime di portafoglio in titoli prioritari (emessi per finanziare il settore pubblico, l'edilizia abitativa e l'agricoltura) - si applicano agli acquisti lordi trimestrali presso l'Ente nazionale del debito.

Così come gli strumenti di controllo più indiretti, in diversi paesi anche le modalità della *manovra del mercato monetario* hanno subito profondi cambiamenti negli ultimi anni. Negli *Stati Uniti* le procedure adottate nel 1979 miravano a consentire un più stretto controllo sulle posizioni di riserva delle banche, ma dalla metà del 1982 esse sono state impiegate con maggiore flessibilità. Nel febbraio 1984 è stato introdotto un sistema di computo contestuale delle riserve. Al tempo stesso è stato esteso a due settimane il periodo di detenzione delle riserve stesse, con la conseguenza che il tasso dei *federal funds* è divenuto più sensibile nel breve periodo alle aspettative delle banche in termini di rendimento. Nel quadro delle procedure in uso dal 1982, la Riserva federale ha mirato, nel breve periodo, ad adeguare l'offerta delle riserve proprie di liquidità delle banche al fine di mantenere entro un certo margine il ricorso al finanziamento presso le banche della Riserva federale (o, in termini più tecnici, le riserve libere), tendendo così a stabilizzare il tasso dei *federal funds*. Lo scorso anno, tuttavia, la relazione fra il tasso dei *federal funds* e il finanziamento presso la Riserva federale si è allentata. Nella primavera del 1984 tale finanziamento è cresciuto in previsione di un'azione restrittiva della Riserva

Indicatori del mercato monetario



* Osservazione influenzata dal finanziamento di emergenza accordato ad una grossa banca.
¹ Medie mensili. ² Presso le banche della Riserva federale, escluso il credito accordato su base prorata.
³ Principalmente operazioni in titoli a breve termine sul mercato aperto, sotto forma di acquisti pronti contro termine in titoli, e operazioni di *swap* e acquisti pronti contro termine in valuta estera.

federale sulle posizioni di riserva delle banche. In seguito, con una politica monetaria tesa unicamente a stabilizzare il livello del finanziamento, il tasso dei *federal funds*, ha subito un ulteriore forte aumento, per poi scendere prima che vi fosse un allentamento della politica stessa. La situazione delle riserve era ancora alquanto liquida allorché il tasso è nuovamente salito agli inizi del 1985. In un contesto di diffuse aspettative che l'azione della Riserva federale sarebbe stata condizionata dal dinamismo dell'economia, il mercato pare avere scontato gli aggiustamenti della politica monetaria, contribuendo così alla tempestività dell'adeguamento dei tassi di interesse. E' tuttavia possibile che l'aumento dei tassi a breve nell'estate 1984 abbia in parte rispecchiato talune incertezze sui mercati finanziari.

Negli altri paesi l'obiettivo è stato piuttosto quello di rendere più flessibili ed efficaci i tassi di interesse nel meccanismo di controllo. In Giappone il tasso sul denaro a vista è divenuto più sensibile alle condizioni di domanda e offerta dopo l'abbandono della sua fissazione ufficiale nel 1979. Attualmente è in corso un'azione volta ad ampliare la gamma di mercati aperti su cui la Banca del Giappone può efficacemente intervenire. E' stata annunciata l'istituzione di un mercato per le accettazioni bancarie denominate in yen, e la creazione di un efficiente mercato dei buoni del Tesoro — attualmente in fase di discussione — sarebbe in linea con la tendenza verso un maggiore affidamento sui meccanismi dei tassi di interesse nella condotta della politica monetaria. Nel Regno Unito è stata abbandonata nel 1981 la fissazione ininterrotta del *minimum lending rate*, in un contesto di più vaste modifiche nelle procedure operative (descritte nelle Relazioni degli anni precedenti) tendenti a dare maggiore spazio al gioco delle forze di mercato nella determinazione dei tassi di interesse a breve. In Belgio la Banca Nazionale ha annunciato nel maggio del 1985 che in futuro il tasso di sconto sarebbe stato fissato ogni settimana in relazione al tasso dei certificati del Tesoro a tre mesi. In Canada è in atto, dal 1980, un tasso di sconto variabile, collegato al tasso di aggiudicazione dei buoni del Tesoro.

In Germania i cambiamenti sono stati più limitati ma, come negli altri paesi, si è intensificato l'impiego di strumenti collegati al mercato, come le operazioni di *swap* in valuta, le contrattazioni pronti contro termine in titoli ed altre forme speciali di finanziamento che consentono una "regolazione fine" del mercato monetario. Lo scorso anno, in presenza di condizioni monetarie interne molto più stabili, la Bundesbank ha posto su una base più durevole il sostegno di liquidità accordato precedentemente in via temporanea alle banche, innalzando in luglio i contingenti di sconto. Essa ha in seguito tenuto conto in certa misura dei fattori esterni, fornendo moneta della banca centrale su una base reversibile mediante operazioni pronti contro termine in titoli a tassi di interesse di poco superiori al saggio sulle anticipazioni. In dicembre sono stati offerti fondi a tale saggio, ma il ricorso delle banche allo sportello delle anticipazioni si è mantenuto elevato, crescendo ulteriormente agli inizi del 1985 nel contesto di incertezza circa i tassi di interesse che si è associato all'ulteriore apprezzamento del dollaro. In queste circostanze la Bundesbank, avviando un nuovo corso, ha innalzato il saggio sulle anticipazioni ed ha guidato il tasso del mercato monetario per i fondi a brevissima scadenza al disotto del saggio predetto mediante operazioni di cessione temporanea. La posizione debitoria delle banche in conto anticipazione è rapidamente ridiscesa, benché l'andamento del tasso di interesse sia stato per un certo tempo distorto dall'effetto di liquidità degli interventi ufficiali sul mercato dei cambi. Nel lungo

periodo la nuova configurazione dei tassi di interesse dovrebbe assicurare che il ruolo del credito di anticipazione resti più limitato, e consentire alla Bundesbank di guidare i tassi del mercato monetario con la maggiore flessibilità richiesta.

Gli obiettivi di tasso di cambio e gli andamenti dei tassi di interesse

Tassi di interesse a breve. I tassi del mercato monetario nei maggiori paesi industriali sono stati fortemente influenzati dall'azione delle autorità volta al conseguimento degli obiettivi monetari interni. Essi sono peraltro divenuti sempre più sensibili alle aspettative del mercato circa l'evoluzione futura dell'economia e delle politiche sia all'interno che all'estero. In particolare, sul clima dei mercati monetari nella maggior parte dei paesi hanno continuato ad incidere gli sviluppi negli Stati Uniti ed il modo in cui si prevedeva che avrebbero reagito le autorità monetarie nazionali a tali sviluppi. Al tempo stesso si sono avute ovviamente marcate differenze nel comportamento dei tassi di interesse a breve negli altri maggiori centri. Queste vanno attribuite al diverso grado di fiducia espresso dal mercato, sulla base della passata esperienza, nella capacità e nella volontà delle autorità monetarie di mantenere un orientamento non inflazionistico.

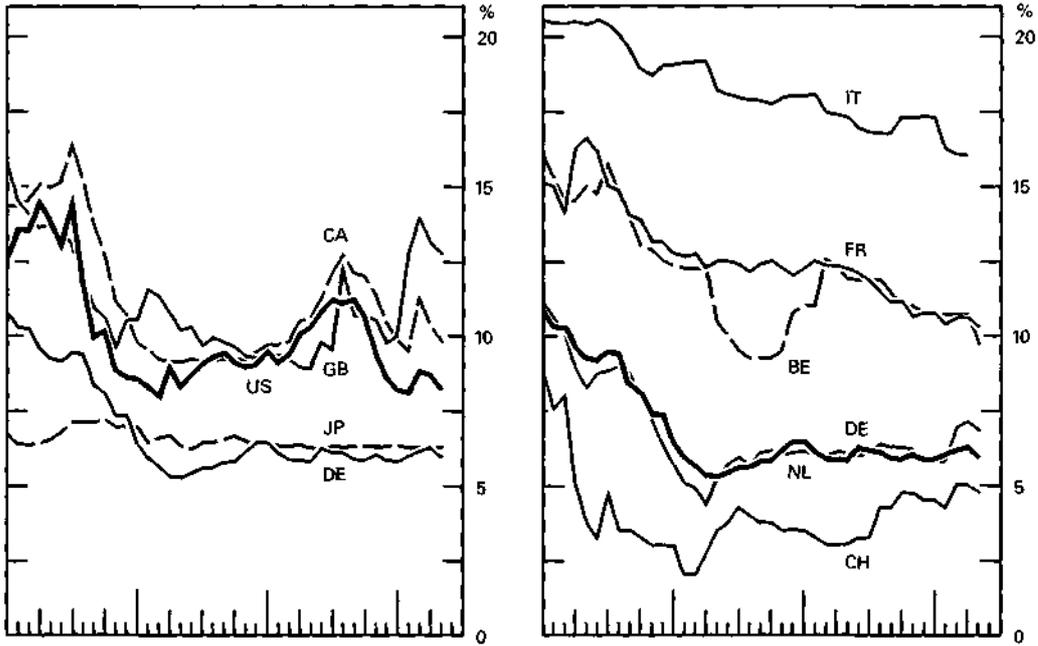
In *Germania* e in *Giappone* i tassi di interesse a breve non hanno per lo più risentito delle fluttuazioni dei tassi del mercato monetario negli *Stati Uniti* durante lo scorso anno. I connessi differenziali hanno comportato nel complesso un consistente deprezzamento dello yen e del marco nei confronti del dollaro. Nei mercati, tuttavia, è ancora prevalso il convincimento che l'eventuale impatto inflazionistico all'interno sarebbe rimasto limitato, e che le politiche impostate primariamente sul controllo dell'offerta interna di moneta non si discostavano dagli itinerari prestabiliti e sarebbero state efficaci nel mantenere sotto controllo l'inflazione.

Nel *Regno Unito* gli sviluppi in campo monetario e creditizio hanno talvolta dato luogo a timori. La debolezza del prezzo del petrolio ed il lungo sciopero dei minatori hanno contribuito all'insorgere di incertezze circa l'atteggiamento delle autorità nei riguardi del tasso di cambio della sterlina. Ha infatti guadagnato terreno la convinzione che, nell'azione tesa a far scendere i tassi di interesse, le autorità fossero procedute più rapidamente di quanto giustificato dalle circostanze interne ed esterne. Al fine di ristabilire un clima di fiducia sono divenuti necessari decisi aggiustamenti dei tassi di interesse a breve.

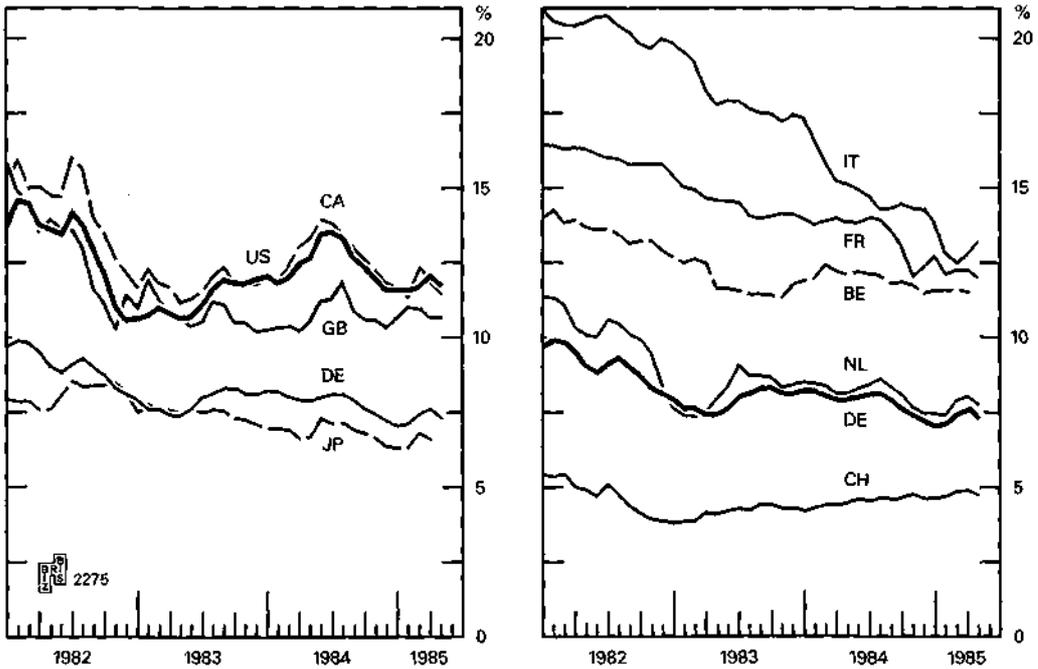
In *Canada* le autorità si sono sforzate nei primi mesi del 1984 di proteggere i tassi del mercato monetario interno dall'impatto dei crescenti tassi di interesse negli Stati Uniti. Al tempo stesso esse hanno cercato di limitare il conseguente deprezzamento del dollaro canadese con interventi sul mercato dei cambi. Questi obiettivi sono tuttavia entrati in conflitto, data la recente esperienza di alti tassi di inflazione nel Canada e la stretta connessione fra i mercati finanziari dei due paesi nordamericani. Era quindi assai dubbia la possibilità di determinare un differenziale sostenibile dei tassi di interesse rispetto agli Stati Uniti mediante un moderato deprezzamento della moneta canadese, e comunque i rischi che tale azione comportava erano rilevanti. Di fatto, successivamente è stato necessario mantenere i tassi di interesse in Canada al disopra di quelli statunitensi al fine di stabilizzare il tasso di cambio. Anche in *Svezia* agli inizi del 1984 i tassi del mercato monetario

Tassi di interesse a breve ed a lungo termine

tassi del mercato monetario¹



rendimenti obbligazionari²



¹Tassi rappresentativi: per l'Italia, depositi interbancari a vista; per la Francia, depositi interbancari a un mese; per il Belgio, certificati a quattro mesi; per gli altri paesi, vari strumenti a tre mesi. ²Tassi rappresentativi: per Germania, Francia e Italia, obbligazioni del settore pubblico; per gli altri paesi, obbligazioni del Tesoro.

sono stati corretti verso il basso in relazione ai tassi di interesse a breve negli Stati Uniti; in seguito tuttavia – data l'inversione nei movimenti di capitali, passati da afflussi a deflussi – essi hanno dovuto essere portati a livelli superiori a quelli dei corrispondenti tassi sul dollaro.

La relativa debolezza del marco rispetto al dollaro statunitense nel corso del 1984 ha modificato la natura del vincolo monetario esterno in quei paesi che seguono una politica di cambio orientata sulla moneta tedesca. In presenza di un rientro dagli elevati tassi di inflazione, in *Francia, Italia e Belgio* è stato possibile far scendere gradatamente i tassi di interesse a breve. Questa politica è stata tuttavia attuata in modo da evitare cali troppo accentuati in rapporto ai tassi di inflazione interni. Con l'allontanarsi della prospettiva di un riallineamento nel Sistema monetario europeo – giustificata dalle indicazioni fornite dagli spostamenti nelle posizioni concorrenziali – i livelli relativamente elevati dei tassi di interesse nominali a breve hanno iniziato ad attrarre fondi dall'estero. La conseguente forza delle monete di questi paesi ha contribuito ad esercitare una pressione al ribasso sui rispettivi tassi di inflazione. In Belgio, dove i rendimenti obbligazionari relativamente poco attrattivi si sono tradotti in deflussi netti di capitali a lungo termine, i tassi del mercato monetario hanno dovuto essere mantenuti sufficientemente alti così da favorire ampi afflussi di fondi privati a breve, mentre il Tesoro ha continuato ad indebitarsi all'estero. In Italia un problema insolito si è posto alle autorità nel secondo semestre del 1984, allorché gli afflussi di capitali indotti dai differenziali di tasso di interesse hanno contribuito ad una rapida espansione monetaria pur in presenza di un disavanzo crescente delle partite correnti.

Nei *Paesi Bassi*, dove l'inflazione ed i tassi di interesse nominali sono stati relativamente bassi, il fiorino si è indebolito nei confronti delle altre valute europee nonostante un'ampia eccedenza nei pagamenti correnti. Al fine di sostenere la moneta olandese, il saggio ufficiale di sconto è stato innalzato dal 5 al 5,5% agli inizi del 1985.

Anche in *Svizzera*, benché la politica monetaria sia stata prevalentemente impostata sul controllo della moneta della banca centrale, l'indebolimento del franco – non solo rispetto al dollaro statunitense, ma anche verso la maggioranza delle altre monete europee – ha contribuito ad un innalzamento dei tassi del mercato monetario nel 1984 e agli inizi del 1985. In Svizzera i tassi di interesse sono tuttavia rimasti assai bassi sia in termini assoluti sia in relazione al modesto tasso di inflazione. L'indebolimento del franco svizzero rispetto alle altre monete europee potrebbe essere considerato come una correzione del precedente forte apprezzamento; nondimeno, nei primi mesi del 1985 esso ha cominciato a ripercuotersi sul livello interno dei prezzi.

L'inconsueta configurazione dei cambi entro lo SME si è rispecchiata nelle acquisizioni e cessioni di attività nette sull'estero delle banche centrali. In Francia, Italia e Belgio si è tratto profitto dal relativo rafforzamento della moneta nazionale per recuperare parte delle precedenti perdite di riserve valutarie, mentre nei Paesi Bassi la flessione nella posizione attiva netta sull'estero della banca centrale ha in parte riflesso la debolezza del fiorino verso le altre monete europee. La Bundesbank ha ceduto dollari per ingenti importi nell'ultima parte del 1984 ed agli inizi di quest'anno. Per contro, in Giappone e Svizzera vi è stata lo scorso anno una

variazione solo marginale nelle attività nette sull'estero della banca centrale. Il Canada e il Regno Unito hanno fatto registrare un calo nel 1984 e all'inizio del 1985. Le variazioni nelle attività ufficiali nette sull'estero, laddove vi sono state, hanno avuto uno scarso impatto sulle condizioni dei mercati monetari interni, poiché esse sono state in gran parte controbilanciate dai movimenti delle attività sull'interno delle autorità monetarie. Nelle operazioni di questo tipo molte banche centrali hanno fatto largo uso di quegli strumenti di mercato a breve termine che si sono affermati negli ultimi anni.

Fattori influenti sulla creazione della base monetaria e sui tassi di interesse a breve

Poste e periodi	Giappone	Germania	Francia	Belgio	Paesi Bassi	Svizzera	Italia
	variazioni espresse in percentuale della base monetaria misurata ad inizio periodo ¹						
Attività esterne nette della banca centrale²							
1982	- 9,9	1,0	-26,4	- 9,8	20,4	6,2	- 7,7
1983	- 0,3	- 1,2	3,3	- 5,8	- 1,6	5,1	10,6
1984 1° trimestre	0,1	2,7	0,9	- 9,3	- 1,9	5,0	- 2,7
2° trimestre	- 0,5	0,7	3,5	13,0	5,8	2,4	3,2
3° trimestre	- 0,6	- 2,4	9,7	11,4	0,7	0,8	2,6
4° trimestre	0,0	- 3,0	2,7	1,9	- 1,9	0,9	2,1
1985 1° trimestre	- 0,5	- 6,3	.	.	- 5,3	8,4	.
Operazioni a breve della banca centrale creatrici di liquidità³							
1982	7,2	0,2	42,2	- 0,2	-12,9	9,7	0,3
1983	10,2	2,5	-10,9	- 0,3	12,7	2,1	- 2,0
1984 1° trimestre	- 7,3	- 1,2	- 1,6	3,6	9,3	- 4,5	8,7
2° trimestre	-12,0	- 1,9	- 3,3	- 4,1	-14,7	- 0,9	- 3,9
3° trimestre	8,4	0,8	0,1	-15,3	- 6,0	2,4	- 2,9
4° trimestre	14,2	6,3	- 3,2	- 2,2	10,6	9,4	0,2
1985 1° trimestre	-12,0	4,6	.	.	2,6	- 6,7	.

¹ Flussi al netto degli aggiustamenti di cambio, in parte stime BRI. Per Germania, Francia e Svizzera, sulla base delle medie mensili dei dati giornalieri; per gli altri paesi, dati di fine mese. ² Escluse le operazioni di *swap* in valuta effettuate al fine di influire sulla liquidità bancaria. Per il Giappone, operazioni del Fondo Cambi. ³ Operazioni di anticipazione e (eccetto che per la Germania) di sconto, *swaps* in valuta, operazioni pronti contro termine e crediti speciali a tassi di mercato. Per la Svizzera, esclusi gli adeguamenti di fine mese.

Il fatto che il vincolo posto alla politica monetaria dalla debolezza delle altre monete rispetto al dollaro sia rimasto entro limiti sostenibili è in parte spiegato dall'andamento cedevole dei prezzi delle materie prime. L'ulteriore apprezzamento del dollaro nell'ultima parte del 1984 e agli inizi di quest'anno ha fatto emergere una potenziale minaccia per il proseguimento dei successi di alcuni paesi nel controllo dell'inflazione, e a tale pericolo si è cercato di far fronte con interventi sui mercati valutari volti a frenare i movimenti speculativi del tasso di cambio. Tuttavia, date le circostanze, non potevano prospettarsi mutamenti radicali nell'orientamento delle politiche monetarie, che non senza difficoltà aveva spianato la via alla ripresa economica.

Tassi di interesse a lungo termine. Negli Stati Uniti l'andamento dei rendimenti a lungo termine lo scorso anno ha continuato ad essere fortemente influenzato dai timori circa il fabbisogno finanziario attuale e futuro dell'Amministrazione federale. Per altri aspetti, tuttavia, il clima sui mercati finanziari ha segnato marcati mutamenti in diverse occasioni nel corso dell'anno.

L'aumento dei rendimenti obbligazionari nel primo semestre 1984 e la loro successiva flessione hanno rispecchiato il variare di intensità della domanda di credito. La repentina svolta in luglio, che ha preceduto la ridiscesa dei tassi di interesse a breve e che è stata seguita da un nuovo rafforzamento del dollaro, pare essere stata un'indicazione che andavano placandosi le aspettative inflazionistiche.

I rendimenti obbligazionari negli altri paesi sono stati influenzati in certa misura dall'ascesa dei rendimenti negli Stati Uniti durante il primo semestre dell'anno. Quindi, confermando la convinzione che i più bassi tassi di inflazione, il protrarsi del consolidamento del bilancio ed il miglioramento delle posizioni esterne di parte corrente avrebbero giustificato più bassi rendimenti, i corsi obbligazionari hanno iniziato a salire in molti paesi non appena i tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti hanno preso a calare. In autunno, l'annuncio che *Germania* e *Francia* avrebbero seguito l'esempio degli Stati Uniti nell'abolire la ritenuta alla fonte sulle disponibilità di non residenti in titoli di emittenti nazionali, e le indicazioni che altri paesi stavano prendendo in considerazione misure analoghe hanno contribuito a mantenere la tendenza calante dei rendimenti obbligazionari.

La relativa debolezza dei corsi obbligazionari nel *Regno Unito* in certi periodi dell'anno ha per lo più rispecchiato le tensioni presenti sui mercati monetari e valutari, mentre in *Francia* mutate aspettative sui rendimenti hanno temporaneamente perturbato il mercato dei capitali agli inizi di dicembre. I tassi di interesse a lungo termine in *Svizzera* si sono portati su livelli di poco più elevati nel corso del 1984, ma sono stati scarsamente influenzati dagli sviluppi avutisi sugli altri mercati.

Agli inizi del 1985 sui mercati dei capitali di quasi tutti i paesi si sono generate spinte al rialzo sui tassi di interesse a lungo termine. In molti casi ciò può essere stato il riflesso di timori circa l'impatto potenziale sull'inflazione di un ulteriore apprezzamento del dollaro e le congetture sulla prospettiva di un inasprimento delle condizioni monetarie. Negli *Stati Uniti* era divenuto evidente che vi erano scarse probabilità di una sostanziale riduzione del disavanzo di bilancio nell'immediato futuro e che d'altra parte la politica monetaria non avrebbe assunto un indirizzo condiscendente. Di conseguenza, vi era da attendersi che i tassi di interesse reali sarebbero rimasti elevati fintantoché l'economia avesse continuato ad espandersi.

Tassi di interesse reali. In rapporto ai tassi di inflazione correnti, i tassi di interesse a lungo termine sono nel complesso scesi leggermente negli Stati Uniti, in Canada e in Italia fra gli inizi del 1984 e gli inizi del 1985, mentre durante lo stesso periodo sono aumentati nel Regno Unito e in Francia. Nell'America del Nord e nel Regno Unito questi tassi permangono storicamente alti rispetto a qualsiasi fase del ciclo economico. Essi restano parimenti elevati, anche se non a livelli così eccezionali, nella maggior parte degli altri paesi. I tassi di inflazione attesi possono talvolta discostarsi dai movimenti effettivi degli indici dei prezzi, particolarmente nei periodi in cui questi sono fortemente irregolari. Attualmente è possibile che non si sia ancora pienamente affermata la fiducia in un consolidamento dei recenti cali dell'inflazione. Tuttavia, i metodi alternativi di misurazione dei tassi di interesse reali, basati su previsioni ufficiali dell'inflazione, su inchieste circa l'evoluzione attesa dei prezzi e sull'analisi di serie storiche — ciascuno dei quali presenta comunque dei limiti — confermano a grandi linee le impressioni fornite dalle misure più semplici adottate nella tabella.

Tassi di interesse reali a lungo termine*

Anni	Stati Uniti	Canada	Giappone	Regno Unito	Germania	Francia	Italia	Belgio	Svizzera
	medie del periodo, in percentuale annua								
1965-69	1,8	2,6	2,1	3,1	4,7	3,2	4,3	3,2	1,0
1970-74	0,7	1,8	-3,4	1,0	3,2	1,3	-0,7	1,0	-1,3
1975-79	0,3	0,4	0,5	-2,2	3,0	0,5	-3,2	1,3	1,6
1980-84	4,9	4,6	4,1	2,9	4,2	3,6	1,1	5,2	0,3
1983	8,1	5,9	5,6	6,2	4,6	4,9	2,9	4,1	1,2
1984	8,2	8,4	4,5	5,8	5,4	5,7	4,2	5,6	1,6
1985 1° trimestre	8,2	8,2	4,6	5,4	5,0	5,8	4,1	6,2	1,0

* Basati su dati mensili. Rendimenti di titoli a lungo termine rappresentativi meno le variazioni percentuali su dodici mesi dei prezzi al consumo.

I tassi di interesse reali a lungo termine rispecchiano di norma un importante elemento delle aspettative che entrano in causa nella maggior parte delle decisioni di investimento. Vi è ampio consenso sul fatto che, nelle attuali circostanze, la chiave per comprendere le eccezionali tensioni cui sono soggetti i tassi di interesse reali vada ricercata negli sviluppi presenti negli Stati Uniti. La buona tenuta degli investimenti privati in questo paese pare essere indicativa di elevati saggi di remunerazione del capitale investito, quanto meno in alcuni settori dell'industria americana. Pochi sono tuttavia gli osservatori convinti che ciò costituisca una spiegazione esauriente degli elevati tassi reali. Inoltre, non vi sono finora prove certe di un forte incremento nel potenziale di crescita a lungo termine dell'economia.

E' anche difficile credere che la politica monetaria abbia un ruolo di rilievo fra le cause del persistere di elevati tassi di interesse reali *ex-ante* a lungo termine. Le condizioni monetarie correnti ed attese, in quanto influenzate dalla politica monetaria, esercitano, sia direttamente sia attraverso il loro impatto sulle aspettative inflazionistiche, un influsso sui tassi di interesse nominali a lungo termine. Negli ultimi anni la politica monetaria ha contribuito ad instaurare un clima finanziario stabile, nel quale è meno probabile rispetto al passato che i tassi di interesse reali siano negativi per lunghi periodi. Ci si sarebbe potuto aspettare che un calo dell'inflazione attesa permettesse con il tempo una corrispondente flessione nei tassi di interesse nominali. Lo scorso anno, con il contributo fornito dal forte apprezzamento del dollaro alla stabilizzazione del livello interno dei prezzi, la politica monetaria negli Stati Uniti è stata in grado di assecondare la ripresa eccezionalmente vigorosa della domanda totale senza correre il pericolo di ravvivare le spinte inflazionistiche. Vi è motivo di supporre che la politica monetaria continuerà ad essere impostata in modo da consentire il pieno utilizzo del margine disponibile per un'espansione economica non inflazionistica.

La politica fiscale può invece avere un'influenza più durevole sui tassi reali attraverso i suoi effetti presenti ed attesi sull'equilibrio risparmio/investimento. A prescindere dalla questione degli influssi congiunturali o strutturali di segno contrario nel settore privato, il problema principale qui concerne la misura in cui le tensioni sui tassi di interesse reali possono trasmettersi da un paese all'altro. Inoltre vi è da chiedersi fino a qual punto, a livello aggregato, sia stato previsto, in termini di tassi di interesse reali sul piano internazionale, che gli effetti della situazione di bilancio negli Stati Uniti potessero essere controbilanciati da quelli prodotti dalle restrizioni di politica fiscale negli altri paesi.

Nella parte sinistra del grafico a pagina 89 sono rappresentati gli andamenti dei saldi finanziari del settore statale e degli investimenti lordi privati negli Stati Uniti e in alcuni gruppi di paesi industriali. Per ciascun paese o gruppo di paesi la distanza fra la curva superiore e la linea di riferimento misura l' "assorbimento" interno come percentuale del risparmio privato lordo. Allorché supera il 100% essa sta ad indicare un contributo netto del resto del mondo all'equilibrio risparmio/investimento del paese o gruppo di paesi considerato, e viceversa. Pur ammettendo che le posizioni di bilancio depurate dell'inflazione o della componente congiunturale possono essere utili a particolari fini, si può ritenere che le misure non rettificata, insieme alle variazioni nell'investimento privato, siano in pratica più adatte per spiegare gli andamenti sui mercati finanziari. Analogamente, il rapporto di queste misure con il risparmio privato sembra essere più pertinente di quello con il PNL, e nel raffrontare il peso relativo degli sviluppi sui mercati finanziari dei differenti paesi appare opportuna una conversione dei valori nominali ai tassi di cambio correnti. I saldi finanziari effettivi e prospettici dell'*amministrazione centrale* sono ampiamente pubblicizzati, e il loro impatto sui mercati finanziari può essere diverso rispetto a quello dei disavanzi di altri enti della pubblica amministrazione, che in parecchi paesi sono soggetti a restrizioni. Nel presente caso essi sono compresi nel risparmio privato.

Le misure adottate mostrano l'andamento del saldo del bilancio statale negli ultimi anni relativamente a tre esempi contrastanti: 1) Stati Uniti; 2) Canada, Francia e Italia; 3) Giappone, Germania e Regno Unito. Tuttavia gli aggregati per i sette maggiori paesi industriali indicano decisamente che il peso dei disavanzi di bilancio nell'equilibrio globale risparmio/investimento nel mondo industrializzato è aumentato fortemente dal 1978, anno che precede la seconda crisi petrolifera. È possibile inoltre che, con la liberalizzazione dei mercati finanziari, sia andato crescendo nel tempo l'impatto dei disavanzi effettivi o attesi sui tassi di interesse reali. Vi sono scarse indicazioni che i più ampi disavanzi di bilancio abbiano indotto importanti cambiamenti nella dinamica del risparmio del settore privato: nell'ultimo decennio il risparmio privato complessivo nei sette paesi è rimasto alquanto stabile in rapporto al PNL.

Vi è ampio consenso sul fatto che lo squilibrio fra risparmio e investimento negli Stati Uniti, su cui ha agito l'enorme domanda strutturale di credito dell'Amministrazione federale, si sia rispecchiato non soltanto nei tassi di interesse interni, ma anche nel forte apprezzamento del dollaro sui mercati dei cambi e nell'ingente afflusso di risorse finanziarie dall'estero. Il grafico, per quanto riguarda gli Stati Uniti, parrebbe convalidare decisamente questa tesi. Fra il 1979 ed il 1984 la quota del disavanzo federale USA sul totale dei disavanzi dell'amministrazione centrale nei sette maggiori paesi industriali è salita da circa il 10 a circa il 50%, mentre la sua incidenza sul loro risparmio lordo aggregato del settore privato è cresciuta da meno del 2 a più dell'11%. Mentre l'ampio disavanzo esterno di parte corrente degli Stati Uniti ha contribuito alla diffusione della ripresa economica, i corrispondenti flussi internazionali di risparmio devono aver agito nel senso di moderare le spinte al rialzo sui tassi di interesse americani ed a trasmetterle agli altri paesi.

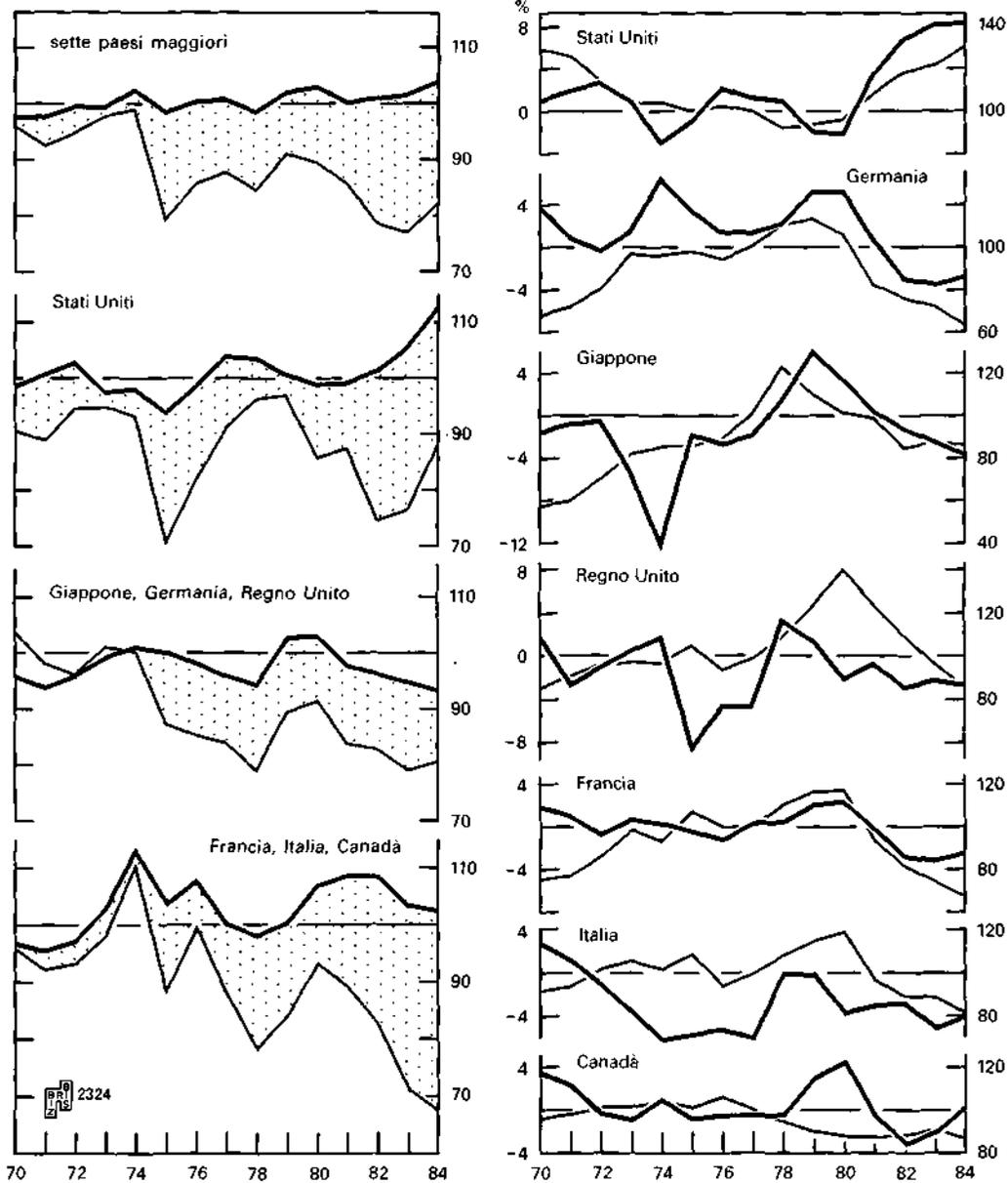
In Giappone, in Germania e nel Regno Unito già da alcuni anni i governi si stanno adoperando per ridurre il disavanzo pubblico. Benché questi paesi abbiano beneficiato di una forte domanda di esportazioni, la ripresa degli investimenti privati

Disequilibrio risparmio/investimento, differenziali dei tassi di interesse reali e tassi di cambio reali¹

In rapporto al risparmio interno lordo del settore privato:

-  disavanzo finanziario dell'amministrazione centrale (A)
-  investimenti interni lordi del settore privato (B)
-  A + B

-  differenziali dei tassi di interesse reali a lungo termine rispetto agli Stati Uniti (Stati Uniti: tasso di interesse reale a lungo termine)²
-  tasso di cambio reale rispetto al dollaro USA (Stati Uniti: tasso di cambio reale effettivo)³



¹ Fonti nazionali. Valori reali calcolati impiegando le variazioni dei prezzi al consumo. ² Ordinata di sinistra.
³ Indici: 1977 = 100; ordinata di destra.

interni è proceduta a rilento rispetto agli Stati Uniti ed ha esercitato una minore pressione sull'offerta di risparmio privato interno. Almeno fino all'ultima parte del 1984 il deprezzamento delle monete di questi paesi ha scarsamente minacciato i successi conseguiti dalle politiche antinflazionistiche ivi in atto. Mentre in siffatte circostanze i fattori endogeni favorirebbero un calo dei tassi di interesse reali, l'influsso degli alti tassi di interesse all'estero, in particolare negli Stati Uniti, agirebbe in senso opposto.

In realtà, in Germania e Giappone l'aumento dei tassi di interesse nominali a lungo termine dalla fine degli anni settanta è stato assai inferiore a quello prodottosi negli Stati Uniti, ed i tassi di interesse reali, benché siano cresciuti, hanno segnato un rialzo più modesto che negli Stati Uniti. Inoltre, come si può osservare nel grafico, nel corso degli anni vi è stato un graduale ampliamento del margine esistente fra i tassi di interesse reali in questi paesi e quelli presenti negli Stati Uniti, e questo ampliamento è andato di pari passo con un progressivo apprezzamento in termini reali del dollaro rispetto al marco ed allo yen. Infatti, dati gli impedimenti di vario genere ai flussi internazionali di risparmio, i tassi di interesse reali in questi paesi hanno in certa misura risentito del miglioramento dell'equilibrio interno fra risparmio e investimento realizzato in un contesto di politiche monetarie stabili. Si può ritenere che tale disancoraggio sia stato favorito dalla sensazione prevalente presso gli operatori del mercato dei capitali che il valore reale del dollaro potesse dimostrarsi insostenibile e che, nel comparare i rendimenti su investimenti a lungo termine nelle diverse monete, si dovesse tener conto di un'eventuale perdita di cambio futura sulle attività denominate in dollari. Nel Regno Unito i tassi di interesse reali a lungo termine sono saliti meno dei rendimenti reali negli Stati Uniti durante il periodo 1978-1984. Tuttavia, il differenziale non è stato strettamente correlato alle variazioni nel tasso di cambio reale della sterlina con il dollaro, che è stato influenzato fra l'altro dal mutare delle prospettive per le quotazioni del petrolio.

In Francia, Italia e Canada le opzioni di politica monetaria negli ultimi anni sono state limitate. Per un certo periodo gli investimenti privati sono stati comparativamente deboli, ma gli ampi squilibri strutturali dei bilanci pubblici hanno richiesto provvedimenti correttivi che, data la situazione economica esistente, hanno avuto sul disavanzo effettivo un effetto relativamente limitato. Per l'influsso dello SME i rendimenti obbligazionari reali in Francia e Italia paiono essere divenuti più strettamente collegati ai tassi di interesse reali a lungo termine della Germania, e negli ultimi anni il franco francese e la lira si sono deprezzati in termini reali rispetto al dollaro parallelamente al marco tedesco, anche se in misura minore. In Canada, d'altra parte, i rendimenti reali delle obbligazioni sono aumentati fra il 1979 ed il 1984 in misura pari all'incremento dei rendimenti reali negli Stati Uniti, e durante tale periodo il tasso di cambio reale del dollaro canadese con il dollaro statunitense è nel complesso variato di poco.

I tassi di interesse reali positivi possono ovviamente agire da stimolo sul risparmio. Essi possono altresì contribuire ad assicurare che siano effettuati i tipi di investimento più remunerativi e forse ad intensità di lavoro relativamente elevata. Gli alti costi dell'indebitamento non hanno finora arrestato la ripresa economica, sebbene restino probabilmente validi i timori che gli effetti negativi sull'attività di investimento in certi paesi siano di intensità maggiore che in altri. Certo, i tassi reali

appaiono elevati in rapporto al potenziale di crescita di molti paesi. Gli alti tassi reali possono comportare pesanti oneri nel servizio del debito dei settori pubblico e privato e rendere più difficile il compito di contenere la spesa pubblica. Essi inoltre continuano a gravare pesantemente sui mutuatari sovrani nei mercati internazionali del credito.

L'interazione delle politiche a livello internazionale. Da lungo tempo vi è ampio consenso sul fatto che la flessibilità dei tassi di cambio non elimina il vincolo esterno sulla politica monetaria ma ne cambia soltanto la natura. Negli ultimi anni vi è stata una tendenziale convergenza degli obiettivi fondamentali di politica monetaria nei paesi maggiori, nonché degli andamenti sul fronte dei prezzi. Tuttavia, come indicato in precedenza, la notevole divergenza fra la politica fiscale degli Stati Uniti e quella degli altri paesi si è riflessa nei movimenti dei tassi di cambio reali e nei differenziali dei tassi di interesse reali.

Lo scorso anno è divenuto quanto mai evidente che anche le economie più grandi e meno aperte possono risentire fortemente degli sviluppi esterni, e che le politiche devono tenerne debitamente conto. I tassi di cambio possono essere in notevole misura determinati da scelte di portafoglio degli investitori privati sui mercati finanziari, ma essi esercitano un forte influsso sulla crescita economica e sull'inflazione nei singoli paesi. Negli Stati Uniti l'impatto dell'apprezzamento del dollaro sul livello dei prezzi interni ha consentito alla politica monetaria di assecondare forti incrementi della domanda aggregata, ma l'aumento delle importazioni nette ha chiaramente iniziato a minare il progresso della ripresa economica interna. Benché gli altri paesi abbiano beneficiato della forte crescita delle esportazioni, agli inizi del 1985 hanno cominciato a farsi sentire più pesantemente gli aumenti esogeni dei prezzi e le tensioni sui tassi di interesse.

Ciò che è divenuto sempre più manifesto è la vulnerabilità della ripresa non inflazionistica dell'economia mondiale, nonché i limiti che incontra l'azione a suo sostegno della politica monetaria, in assenza di un adeguato appoggio da parte delle altre componenti della politica economica. L'aggiustamento verso il basso del dollaro USA nel marzo e nell'aprile di quest'anno ha creato un certo margine per una riduzione dei tassi di interesse negli altri paesi, ma la gamma delle opzioni offerte alla politica monetaria è destinata a rimanere ristretta. L'esperienza dimostra chiaramente che la politica monetaria nei paesi maggiori può essere efficace soltanto se essa persevera nell'obiettivo di mantenere condizioni monetarie interne stabili, non inflazionistiche. La recente esperienza ha altresì mostrato che gli interventi sui mercati dei cambi per contrastare gli eccessi speculativi possono rivelarsi un utile complemento alla politica monetaria. Più fondamentale, secondo una tesi che trova ampio consenso, è però la necessità che la politica di bilancio corregga il disequilibrio risparmio/investimento negli Stati Uniti. E un eventuale ulteriore ridimensionamento del valore esterno del dollaro non farebbe che rendere ancora più impellente questa esigenza.

V. IL COMMERCIO E I PAGAMENTI INTERNAZIONALI

Aspetti salienti

L'andamento del commercio mondiale e delle bilance dei pagamenti nel 1984 è stato influenzato principalmente dagli sviluppi che si sono avuti negli Stati Uniti. Un aumento del 26% delle importazioni statunitensi, conseguenza della combinazione di una forte crescita della domanda interna e di un ulteriore peggioramento della posizione concorrenziale internazionale degli Stati Uniti, è stato il fattore propulsivo fondamentale — sia per i suoi effetti diretti che per quelli di stimolo dell'interscambio fra gli altri paesi — alla base dell'accelerazione nella crescita del volume del commercio mondiale, portatasi al 9%. Questo tasso di incremento è stato pressoché in linea con quello osservato in passato nei periodi di ripresa.

Il forte aumento della domanda di importazioni degli USA ha prodotto un incremento senza precedenti di \$ 60 miliardi nel disavanzo corrente degli Stati Uniti ed il concomitante rafforzamento delle bilance correnti in molti altri paesi, sia industriali sia in via di sviluppo. I paesi in via di sviluppo (PVS) non OPEC hanno registrato un'ulteriore significativa diminuzione nel loro disavanzo aggregato di parte corrente. In Asia questo miglioramento si è accompagnato ad una rapida crescita delle importazioni e delle esportazioni; anche in America Latina, a livello aggregato, le importazioni hanno mostrato un lieve incremento dopo le drastiche riduzioni che avevano avuto luogo nei due anni precedenti. Fra i paesi industriali, l'ingente aumento delle esportazioni del Giappone ha ampliato l'avanzo corrente di questo paese di ulteriori \$ 14 miliardi, ma anche la maggior parte degli altri paesi ha registrato miglioramenti, seppur minori, delle partite correnti. Allo stesso tempo, tuttavia, il saldo corrente del Regno Unito, dell'Italia e di alcuni altri paesi è peggiorato.

L'aspetto saliente dell'evoluzione delle bilance dei capitali è stato di nuovo l'enorme afflusso netto di fondi negli Stati Uniti, che per il secondo anno consecutivo non solo ha finanziato il crescente disavanzo delle partite correnti, ma ha anche spinto ulteriormente verso l'alto il valore esterno del dollaro. Gran parte degli investimenti in attività denominate in dollari pare essere provenuta dagli altri maggiori paesi industriali, in particolare dal Giappone, che ha registrato un ingente aumento nei deflussi netti di capitali a lungo termine, principalmente per investimenti di portafoglio. Al di fuori del Gruppo dei Dieci, il miglioramento delle posizioni di parte corrente in molti paesi ha ridotto il rispettivo fabbisogno di finanziamento esterno così che, nonostante un'ulteriore contrazione negli afflussi di capitali privati, alcuni PVS sono stati in grado di reintegrare in misura consistente le proprie riserve ufficiali. Tuttavia, un certo numero di paesi debitori ha continuato ad essere dipendente dai flussi finanziari "concertati" e dalle agevolazioni ottenute nel quadro degli accordi di ristrutturazione del debito.

Considerati nel loro insieme, questi andamenti presentano un quadro composito. Tra gli aspetti positivi, figurano l'accelerazione della crescita del commercio mondiale ed i miglioramenti, alcuni dei quali decisamente necessari, nelle bilance correnti di molti paesi. Questa incoraggiante evoluzione non sarebbe

stata possibile senza il forte aumento delle importazioni statunitensi. D'altro canto, il disavanzo ampio e tuttora crescente delle partite correnti USA appare insostenibile nel più lungo periodo; esso ha già innescato un rafforzamento delle pressioni protezionistiche negli Stati Uniti, ed il suo ordinato finanziamento continua a dipendere da ingenti afflussi spontanei di capitali dal resto del mondo. L'avanzo senza precedenti del Giappone costituisce un altro importante elemento di disequilibrio nella struttura globale dei pagamenti; infine, la posizione esterna di molti PVS permane assai vulnerabile.

L'esistenza di questi elementi, effettivi o potenziali, di squilibrio nella situazione attuale comporta dei rischi per il futuro. In primo luogo, un cambiamento nell'atteggiamento del mercato nei confronti del dollaro potrebbe ridurre, o persino invertire, i flussi di capitali verso gli Stati Uniti. Ciò potrebbe esercitare pressioni al rialzo sui tassi di interesse sul dollaro e di conseguenza inasprire i problemi connessi al servizio del debito. In secondo luogo, il rafforzamento delle posizioni sull'estero di molti paesi nei due anni scorsi è in gran parte dipeso dalla ripresa economica negli Stati Uniti, ed è probabile che un rallentamento della domanda di importazioni USA, se non compensato da una più rapida crescita della domanda negli altri paesi industriali, renda più difficile un ulteriore progresso nell'aggiustamento esterno.

Il commercio mondiale

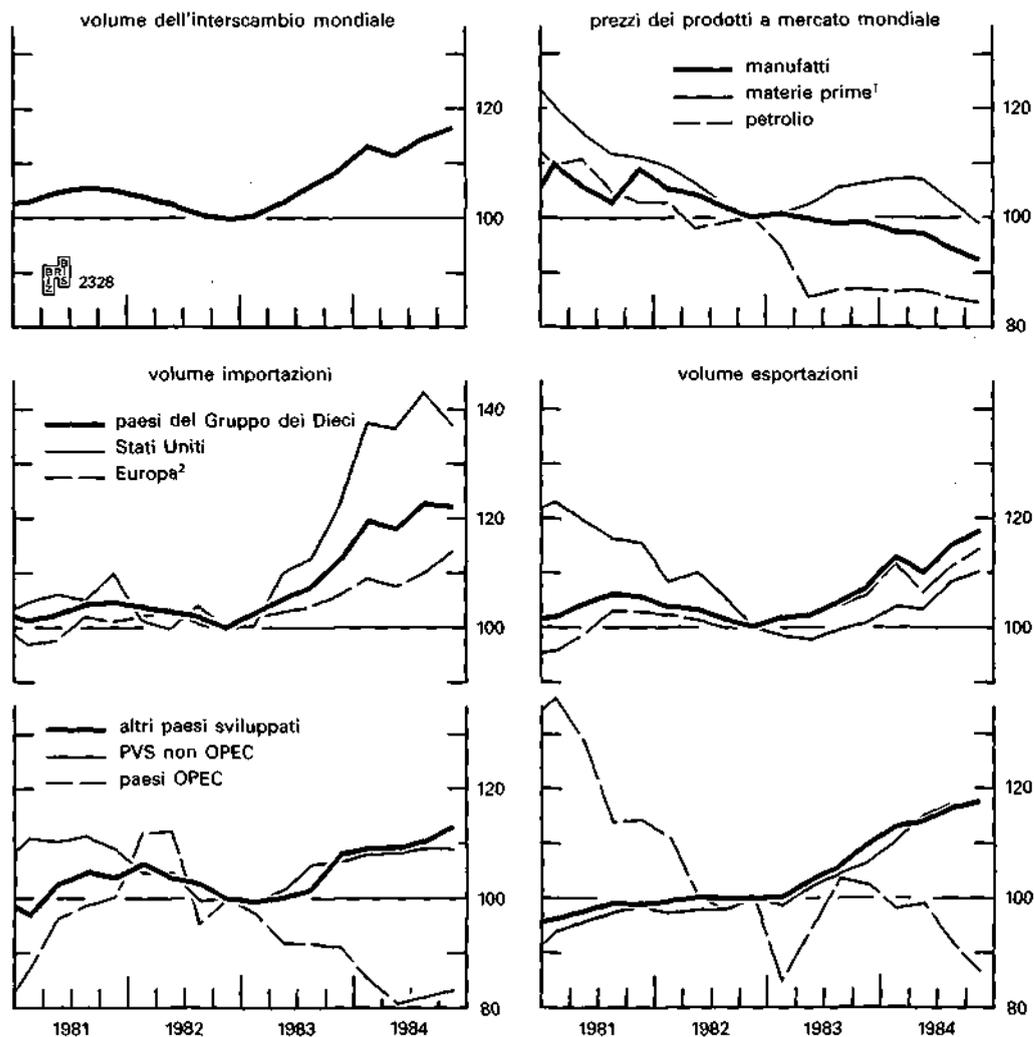
Lo scorso anno, con il rafforzarsi della ripresa mondiale, la crescita in volume dell'interscambio è salita al 9%, contro solo il 2,5% del 1983. I prezzi in dollari dei beni a mercato internazionale, sulla scia del continuo apprezzamento della moneta americana, sono diminuiti, per il quarto anno consecutivo, in ragione del 2%. Ciò ha contenuto al 6,5% l'espansione dell'interscambio mondiale in termini di dollari correnti, il quale ha raggiunto un livello di quasi \$ 2.000 miliardi.

Disaggregando per grosse categorie merceologiche, in termini di volume gli scambi di manufatti e di materie prime non petrolifere sono aumentati rispettivamente del 12 e di quasi il 5%, ossia a tassi pressoché in linea con quelli registrati in passato durante i periodi di ripresa. Gli scambi di petrolio, per contro, sono rimasti relativamente stagnanti, in quanto la maggior parte dell'aumento annuo del 4% in termini di volume è dovuta alla cessazione del decumulo di scorte, che era stato molto ampio nei primi mesi del 1983. La diminuzione complessiva nei prezzi dei prodotti a mercato mondiale è risultata da un calo di circa il 3% sia nei prezzi dei prodotti manufatti che in quelli del petrolio. I corsi degli altri prodotti primari sono aumentati in media di meno dell'1%, mentre quelli della maggior parte delle materie prime non petrolifere, dopo un'impennata agli inizi dell'anno, sono diminuiti fortemente nel periodo successivo.

Come si può osservare nel grafico seguente, l'aumento complessivo del commercio mondiale è in gran parte dovuto alla forte domanda di importazioni dei paesi del Gruppo dei Dieci e, in particolare, degli Stati Uniti, la cui decisa crescita nel volume di importazioni nel complesso dell'anno (26%) ha contribuito per oltre la metà all'aumento nelle importazioni in termini reali del Gruppo stesso, pari in media al 12,5%. Anche le importazioni di Canada e Giappone sono cresciute fortemente, mentre quelle dei paesi europei sono aumentate meno del 7%. Tuttavia,

Volume dell'interscambio mondiale; 1981-84

Indici destagionalizzati: quarto trimestre 1982 = 100



¹Escluso il petrolio. ²Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera.

nel corso dell'anno la crescita delle importazioni nei paesi non europei del Gruppo dei Dieci si è progressivamente ridotta, portandosi su livelli analoghi a quelli registrati in Europa.

Ad eccezione dei paesi OPEC, dove la contrazione dell'11% delle importazioni in termini reali è stata solo di poco inferiore a quella dell'anno precedente, tutti gli altri principali gruppi di paesi hanno registrato una pronunciata ripresa delle importazioni. Nei paesi industriali minori e nei PVS non OPEC la crescita delle importazioni è balzata all'8 e al 5% rispettivamente, dopo aver ristagnato nel 1983. Tuttavia, questa espansione si è distribuita in modo tutt'altro che uniforme. Mentre i paesi asiatici, ad esempio, hanno aumentato le importazioni dell'8%, i paesi dell'America Latina hanno potuto allentare solo cautamente le politiche di restrizione sulle importazioni. Nondimeno, l'anno scorso si è arrestato in questi paesi il ricorso generalizzato a tagli delle importazioni.

Per quel che riguarda le esportazioni, l'aumento delle vendite sul mercato statunitense è stato per molti paesi la causa diretta di una ripresa della crescita reale delle esportazioni significativamente superiore a quella delle importazioni. Le esportazioni in termini reali dei paesi del Gruppo dei Dieci sono complessivamente cresciute del 9% nel 1984, contro il solo 2% del 1983, con tassi di crescita particolarmente elevati in Canada e in Giappone. Anche in altre aree l'incremento del volume delle esportazioni si è accelerato in modo considerevole nel 1984. Il tasso di crescita è raddoppiato sia negli altri paesi industriali, dove è passato al 10%, sia nei PVS non OPEC, dove ha raggiunto l'11,5%; in quest'ultimo gruppo la maggior parte dell'aumento è attribuibile ai paesi asiatici. Per contro, i paesi OPEC hanno subito un ulteriore calo, pari al 2,5%, delle loro esportazioni in volume. Tuttavia, la contrazione è considerevolmente inferiore a quella registrata nei quattro anni precedenti, che in media era stata del 14% annuo.

Gli andamenti complessivi delle bilance dei pagamenti

Gli andamenti delle bilance dei pagamenti nel 1984 hanno presentato due aspetti alquanto contrastanti. Da un lato, si sono ampliati considerevolmente gli squilibri esterni nelle due maggiori economie, gli Stati Uniti ed il Giappone; dall'altro, si sono avuti diffusi miglioramenti nella bilancia delle partite correnti di molti paesi industriali e in via di sviluppo. Le ragioni principali di questa evoluzione sono state la forza della ripresa economica negli Stati Uniti e l'ulteriore apprezzamento del dollaro, che hanno determinato un aumento di \$ 60 miliardi nel disavanzo corrente USA, salito a più di \$ 100 miliardi. All'interno del Gruppo dei Dieci, la principale contropartita al peggioramento nel disavanzo degli Stati Uniti è costituita dall'aumento dell'eccedenza corrente del Giappone, che ha raggiunto il livello record di \$ 35 miliardi. Queste variazioni globali nelle posizioni sull'estero dei due paesi stanno ad indicare le loro strette relazioni commerciali bilaterali; ma, ad un livello più basilare, esse sono l'espressione del profondo squilibrio di queste economie nei confronti del resto del mondo. I miglioramenti nelle partite correnti degli altri paesi del Gruppo sono stati in ampia misura controbilanciati dal peggioramento che si è avuto nel Regno Unito ed in Italia, e il disavanzo corrente aggregato del Gruppo dei Dieci si è ampliato da \$ 9,1 miliardi nel 1983 a \$ 53,5 miliardi lo scorso anno.

Nel 1984 tutti gli altri principali gruppi di paesi hanno registrato miglioramenti nelle proprie posizioni aggregate di parte corrente. I PVS non OPEC sono riusciti a ridurre il proprio disavanzo corrente aggregato di \$ 13 miliardi, portandolo a \$ 22 miliardi; i miglioramenti però si sono distribuiti in modo alquanto disomogeneo all'interno del Gruppo. I paesi OPEC hanno ridotto il disavanzo aggregato di \$ 11 miliardi; in questo gruppo, l'aggiustamento più ampio è stato conseguito dai paesi al di fuori del Medio Oriente. Nei paesi industriali minori il miglioramento è ammontato a più di \$ 3 miliardi. I paesi dell'Europa orientale, che dal 1982 presentano nell'insieme un discreto attivo nei confronti del resto del mondo, hanno incrementato il proprio avanzo corrente aggregato di \$ 2 miliardi.

Nel 1984 circa i due terzi dell'aumento nel disavanzo aggregato delle partite correnti dei paesi del Gruppo dei Dieci si sono rispecchiati in corrispondenti variazioni nei saldi degli altri principali gruppi di paesi. La parte restante non trova

Saldi delle partite correnti; 1982-84¹

Paesi ed aree	Saldo commerciale (f.o.b.)			Saldo delle partite invisibili			Saldo delle partite correnti		
	1982	1983	1984	1982	1983	1984	1982	1983	1984
miliardi di dollari USA									
Canada	14,4	14,4	16,1	-12,3	-13,0	-14,6	2,1	1,4	1,5
Francia	-15,5	- 8,4	- 4,1	3,4	4,0	4,0	-12,1	- 4,4	- 0,1
Germania	24,5	21,5	21,4	-21,2	-17,3	-15,4	3,3	4,2	6,0
Giappone	18,1	31,5	44,4	-11,2	-10,7	- 9,4	6,9	20,8	35,0
Italia	- 8,0	- 3,1	- 6,1	2,5	3,7	3,0	- 5,5	0,6	- 3,1
Paesi Bassi	4,6	4,3	5,3	- 0,9	- 0,5	- 0,5	3,7	3,8	4,8
Regno Unito	3,5	- 1,8	- 5,5	5,1	5,7	5,5	8,6	3,9	0,0
Stati Uniti	-36,5	-61,1	-107,4	29,4	19,5	5,7	- 7,1	-41,6	-101,7
Svezia	0,8	3,1	4,7	- 4,3	- 4,0	- 4,6	- 3,5	- 0,9	0,1
Svizzera	- 2,8	- 3,8	- 3,9	6,8	7,3	7,6	4,0	3,5	3,7
UEBL	- 3,6	- 1,9	- 1,2	0,9	1,5	1,5	- 2,7	- 0,4	0,3
<i>Paesi del Gruppo dei Dieci</i>	<i>- 0,5</i>	<i>- 5,3</i>	<i>-36,3</i>	<i>- 1,8</i>	<i>- 3,8</i>	<i>-17,2</i>	<i>- 2,3</i>	<i>- 9,1</i>	<i>-53,5</i>
Australia	- 2,6	0,0	- 0,8	- 5,5	- 5,8	- 7,2	- 8,1	- 5,8	- 8,0
Austria	- 3,3	- 3,4	- 3,5	3,9	3,6	2,9	0,6	0,2	- 0,6
Danimarca	- 0,8	0,2	- 0,2	- 1,5	- 1,4	- 1,5	- 2,3	- 1,2	- 1,7
Finlandia	0,3	0,2	1,7	- 1,1	- 1,1	- 1,7	- 0,8	- 0,9	0,0
Grecia	- 4,8	- 4,3	- 4,3	2,9	2,4	2,1	- 1,9	- 1,9	- 2,2
Irlanda	- 1,1	- 0,2	- 0,2	- 0,8	- 0,9	- 0,7	- 1,9	- 1,1	- 0,9
Jugoslavia	- 2,0	- 1,2	- 0,7	1,5	1,5	1,2	- 0,5	0,3	0,5
Norvegia	2,4	4,3	5,3	- 1,7	- 2,1	- 1,8	0,7	2,2	3,5
Nuova Zelanda	- 0,1	0,2	0,0	- 1,4	- 1,3	- 1,2	- 1,5	- 1,1	- 1,2
Portogallo	- 4,9	- 2,4	- 1,4	1,6	1,4	0,9	- 3,3	- 1,0	- 0,5
Spagna	- 9,3	- 7,4	- 4,0	5,1	4,9	6,0	- 4,2	- 2,5	2,0
Sud Africa	0,7	4,0	1,9	- 3,8	- 3,7	- 2,6	- 3,1	0,3	- 0,7
Turchia	- 2,7	- 3,0	- 3,0	1,8	1,2	1,6	- 0,9	- 1,8	- 1,4
<i>Altri paesi sviluppati</i>	<i>-28,2</i>	<i>-13,0</i>	<i>- 9,2</i>	<i>1,0</i>	<i>- 1,3</i>	<i>- 2,0</i>	<i>-27,2</i>	<i>-14,3</i>	<i>-11,2</i>
<i>Totale paesi sviluppati</i>	<i>-29</i>	<i>-18</i>	<i>-46</i>	<i>- 1</i>	<i>- 5</i>	<i>-19</i>	<i>-30</i>	<i>-23</i>	<i>-65</i>
Paesi OPEC	62	44	55	-79	-65	-65	-17	-21	-10
PVS non OPEC	-43	-20	- 3	-20	-15	-19	-63	-35	-22
<i>Totale PVS</i>	<i>19</i>	<i>24</i>	<i>52</i>	<i>-99</i>	<i>-80</i>	<i>-84</i>	<i>-80</i>	<i>-56</i>	<i>-32</i>
Paesi dell'Europa orientale ²	13	13	15	- 6	- 5	- 5	7	8	10
Totale complessivo	3	19	21	-106	-90	-108	-103	-71	-87

¹ Sulla base dei regolamenti. ² Bulgaria, Cecoslovacchia, Polonia, Repubblica Democratica Tedesca, Romania, Ungheria e URSS.

Fonti: FMI, OCSE, statistiche nazionali e stime BRI.

una contropartita identificata, determinando così un aumento di \$ 16 miliardi nella discrepanza statistica negativa delle partite correnti mondiali. Poiché mediamente le esportazioni sono rilevate con un anticipo di circa quattro settimane rispetto alle importazioni, l'aumento di \$ 2 miliardi nelle esportazioni mondiali nette aggregate è attribuibile principalmente alla ripresa della crescita del commercio internazionale. Le ragioni dell'aumento di \$ 18 miliardi nel disavanzo globale delle partite invisibili, che per diversi anni ha fluttuato intorno ad un *trend* ascendente, non sono invece chiare. La maggior parte dell'aumento negli anni recenti può essere ascritto all'incompletezza della rilevazione dei redditi netti da capitale e degli introiti netti per servizi di lavoro all'estero.

Lo scorso anno, l'aspetto predominante nei movimenti internazionali di capitale è stato il perdurante afflusso di capitali negli Stati Uniti, di cui un ammontare senza precedenti è stato costituito da investimenti di portafoglio. Questi afflussi non solo sono bastati a finanziare il crescente disavanzo corrente USA, ma hanno anche esercitato spinte al rialzo sul dollaro. Una quota notevole di questi afflussi pare essere provenuta da altri paesi del Gruppo dei Dieci, per lo più dal Giappone, paese i cui deflussi netti di capitale a lungo termine si sono quasi triplicati.

Negli altri principali gruppi di paesi i miglioramenti delle posizioni esterne correnti hanno grandemente alleviato i problemi di finanziamento, aiutando diversi paesi a reintegrare in notevole misura le proprie riserve ufficiali. I nuovi prestiti del settore privato ai PVS hanno continuato a contrarsi parallelamente al calo dei fabbisogni di finanziamento esterno. Inoltre, è migliorata in una certa misura la struttura del debito estero, dato che in alcuni paesi sono stati ridotti i debiti scaduti e quelli a breve termine, ed i nuovi prestiti sono stati negoziati con scadenze più agevoli. Tuttavia, numerosi paesi restano ancora di fatto esclusi dai mercati internazionali dei capitali.

Gli andamenti delle bilance dei pagamenti di Stati Uniti e Giappone

Il peggioramento delle partite correnti degli *Stati Uniti* si è ulteriormente accelerato lo scorso anno; il disavanzo è infatti aumentato di \$ 60,1 miliardi, ossia di una cifra doppia rispetto a quella del 1983, portandosi al livello senza precedenti di \$ 101,7 miliardi. La rapida crescita del deficit mercantile ha contribuito da sola per tre quarti al deterioramento del saldo corrente, ma si è avuto anche un netto calo nel tradizionale avanzo delle partite invisibili. Mentre ancora nel 1982 l'eccedenza delle partite invisibili compensava la maggior parte del deficit commerciale, alla fine del 1984 quest'ultimo era praticamente identico al disavanzo corrente. Più della metà della diminuzione di \$ 13,8 miliardi registrata lo scorso anno nell'eccedenza delle partite invisibili, scesa alla modesta cifra di \$ 5,7 miliardi, può essere ascritta ai maggiori esborsi per noli ed assicurazioni connessi alle importazioni ed alla riduzione nei redditi netti da investimenti esteri.

L'ingente aumento nel disavanzo commerciale, da \$ 61,1 miliardi nel 1983 a \$ 107,4 miliardi nel 1984, ha fondamentalmente riflesso un ulteriore rafforzamento delle pressioni della domanda interna (l'espansione della domanda interna in termini reali è salita lo scorso anno a quasi il 9%, ossia ad un tasso superiore di circa 6 punti percentuali alla crescita media della domanda negli altri paesi industriali). La tabella seguente fornisce l'ordine di grandezza approssimativo delle componenti principali alla base delle variazioni del saldo commerciale.

Stati Uniti: componenti stimate delle variazioni del saldo commerciale; 1983-84

Anni	Variazioni del saldo commerciale	importazioni di petrolio	ragioni di scambio (escluso petrolio)	Di riflesso a variazioni in			
				volume delle esportazioni		volume delle importazioni non petrolifere	
				totale	(dovute alla crescita del mercato di esportazione)	totale	(dovute alla domanda interna)
miliardi di dollari USA							
1983	-24,5	7,5	6	-12	5	-26	-15
1984	-46,5	-3,5	-5	17	17	-55	-30

Nota: il segno (-) indica una diminuzione delle esportazioni o un aumento delle importazioni.

Dal lato delle importazioni, la caratteristica di maggiore spicco è stata la dilatazione nel volume delle importazioni non petrolifere. Dato che la crescita delle importazioni in termini reali è balzata dal 14% del 1983 a più del 26% nel 1984, la sua incidenza negativa sul saldo commerciale è più che raddoppiata, passando a \$55 miliardi. Grosso modo la metà dell'aumento delle importazioni in volume in ciascuno dei due anni passati può essere attribuita alla forza della domanda interna negli Stati Uniti, mentre la parte restante ha rispecchiato l'influenza di altri fattori, principalmente i guadagni di competitività dei concorrenti esteri nei confronti dei produttori americani.

Dato che la crescita della domanda interna si è rallentata nel corso del 1984, l'aumento in termini di volume delle importazioni non petrolifere ha subito una decelerazione notevole, passando da più del 14% nella prima metà dell'anno al 5% nel secondo semestre. Tuttavia nel primo trimestre del 1985, in presenza di una crescita nella domanda interna di solo l'1% circa, le importazioni non petrolifere in termini reali sono aumentate ad un tasso destagionalizzato di più del 15%; ciò fa ritenere che l'influenza dell'indebolimento nella posizione concorrenziale degli Stati Uniti abbia acquistato maggior peso. In effetti, la crescita in volume, che nel 1984 aveva riguardato tutte le principali categorie di importazioni non petrolifere, è stata massima nel comparto dei manufatti, che sono particolarmente sensibili a variazioni della competitività internazionale. Le importazioni di beni capitali, indotte parimenti dalla forza della domanda di investimenti negli Stati Uniti, sono aumentate in termini di volume del 38,5%, ma anche quelle dei beni di consumo si sono accresciute di ben il 30% nel 1984. Di conseguenza, lo scorso anno il processo di penetrazione delle importazioni nel settore manifatturiero statunitense si è notevolmente accelerato. La quota dei manufatti importati, che fra il 1981 ed il 1983 era aumentata solo dal 7 all'8%, è balzata a circa il 10% lo scorso anno, quando pressoché un quarto dell'espansione della domanda USA di prodotti manufatti è stato soddisfatto da importazioni addizionali.

Il valore delle importazioni di greggio e prodotti petroliferi è salito lo scorso anno di circa \$3,5 miliardi. Questo incremento, il primo nella bilancia petrolifera dal 1980, è interamente attribuibile ad una crescita dell'8,5% in volume, che riflette l'aumento di circa il 4% del consumo di petrolio in termini reali - il primo in sei anni - ma anche il fatto che non vi sono state le forti riduzioni di scorte che avevano compresso le importazioni negli anni precedenti.

Considerando le esportazioni, l'andamento piú degno di nota è stato il sorprendente recupero delle esportazioni USA in volume nel 1984, che ha esercitato un influsso favorevole, pari a \$ 17 miliardi, sul saldo commerciale. Questo aumento delle esportazioni reali, il primo a partire dal 1980, ha riflesso parzialmente il diffondersi della ripresa economica fra i paesi industriali e l'aumento della domanda di importazioni in alcuni dei principali *partners* commerciali degli Stati Uniti nel mondo industrializzato. La crescita dei mercati di esportazione USA si è accelerata dal 2,5% nel 1983 a circa l'8,5% nel 1984, ed il conseguente effetto in termini di volume è stato pari a \$ 17 miliardi, rispetto ai \$ 5 miliardi dell'anno precedente. Un aspetto piú importante tuttavia è che, mentre nel 1983 gli Stati Uniti avevano subito una considerevole perdita di quote di mercato, lo scorso anno il volume delle esportazioni è aumentato in linea con la crescita dei mercati di esportazione USA. Dato l'ulteriore apprezzamento del dollaro, con la conseguente erosione della competitività internazionale degli Stati Uniti durante tutto il 1984, le ragioni di questo considerevole risultato non sono del tutto chiare. Diversi fattori sono tuttavia degni di nota. In primo luogo, come indicato dai miglioramenti particolarmente ampi nelle esportazioni di beni capitali, l'aumento in volume può essere parzialmente attribuibile a vendite di prodotti per i quali l'industria statunitense gode di un ampio vantaggio tecnologico. In secondo luogo, una quota significativa ha riflesso gli scambi di componenti e prodotti finiti, specialmente nei settori automobilistico, elettronico e tessile, fra imprese statunitensi ed unità di produzione situate in Canada, Messico ed Asia. In terzo luogo, legami commerciali tradizionali sembrano aver favorito le esportazioni USA in America Latina, che sono aumentate di 5 punti percentuali in piú delle importazioni totali di quest'area. Infine, gli esportatori statunitensi paiono aver compiuto sforzi notevoli per mantenere le quote di mercato, in particolare in Europa, anche a costo di una considerevole riduzione dei margini di profitto.

Le variazioni nelle ragioni di scambio non petrolifere, che nel 1983 avevano contribuito a ridurre nella misura di \$ 6 miliardi il disavanzo commerciale, lo scorso anno hanno invece comportato un effetto negativo di circa \$ 5 miliardi, in quanto i prezzi all'importazione sono aumentati di circa 1,5 punti percentuali in piú dei prezzi all'esportazione. Il fatto che le ragioni di scambio siano peggiorate malgrado l'apprezzamento dell'8% del tasso di cambio effettivo del dollaro è stato principalmente un riflesso delle diverse condizioni di domanda presenti all'interno e all'esterno degli Stati Uniti. Tuttavia, ciò induce altresí a ritenere che i produttori esteri abbiano autolimitato la propria penetrazione, oppure che — per ragioni di ordine diverso — abbiano preferito innalzare i prezzi piuttosto che sfruttare interamente il potenziale di aumenti in volume delle esportazioni sul mercato USA.

Stati Uniti: variazioni dei saldi commerciali per gruppi di paesi; 1983-84

Anni	Saldo commerciale globale	Paesi industriali	Canada	Giappone	Paesi OPEC	Altri paesi	America Latina	Asia
	miliardi di dollari USA							
1983	-24,6	-11,0	- 1,2	- 2,6	0,8	-14,4	- 8,2	- 6,2
1984	-46,4	-33,3	- 5,0	-14,4	- 2,8	-10,3	- 1,0	- 9,5

Per contro, gli esportatori USA hanno avuto un margine ristretto per aggiustare i prezzi all'esportazione in linea con gli aumenti dei costi interni. I prezzi all'esportazione dei prodotti non agricoli sono rimasti praticamente costanti per il secondo anno consecutivo.

Passando a considerare brevemente la distribuzione dell'interscambio per aree geografiche, i notevoli spostamenti che si sono avuti negli ultimi due anni nel saldo commerciale nei confronti dei vari gruppi di paesi – riportati nella tabella precedente – sono principalmente il risultato della forte espansione avutasi lo scorso anno nelle importazioni USA di prodotti manufatti. Mentre nel 1983 gran parte della contropartita del disavanzo commerciale globale si trovava nei PVS, l'anno passato è considerevolmente aumentato il disavanzo nei confronti dei paesi industriali, principalmente del Giappone. In effetti, quasi tutto l'aumento complessivo di \$ 46,4 miliardi del deficit commerciale che si è avuto nel 1984 è stato nei confronti dei paesi industriali e dei PVS più avanzati dell'Asia, i due gruppi che si trovavano nella posizione migliore per soddisfare la domanda rapidamente crescente di prodotti manufatti.

La struttura dei flussi di capitali, mostrata in modo riassuntivo nella tabella che segue, rivela che l'aumento record registrato lo scorso anno nel disavanzo corrente è stato finanziato da un considerevole incremento negli afflussi di capitali privati non bancari e dal riemergere di un'ampia discrepanza statistica, che si ritiene rifletta principalmente transazioni in conto capitale non rilevate. Gli afflussi netti di capitali bancari sono rimasti pressoché al livello del 1983.

Stati Uniti: bilancia riassuntiva dei movimenti di capitali; 1983-84

Voci	1983	1984				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
miliardi di dollari USA						
Saldo dei movimenti di capitali	37,6	102,1	23,3	26,1	35,1	17,7
Flussi netti identificati	28,3	72,1	16,1	22,3	21,5	12,2
Settore privato non bancario	9,4	57,0	7,3	22,9	11,6	15,1
Amministrazione federale	- 4,8	- 5,1	- 1,9	- 0,8	- 1,6	- 0,8
Settore bancario	23,7	20,2	10,7	0,2	11,5	- 2,1
Discrepanza statistica	9,3	30,0	7,2	3,8	13,6	5,5
Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta (= miglioramento)	3,9	- 0,5	- 3,7	- 1,4	- 1,5	6,0

L'aspetto saliente della bilancia in conto capitale è stato l'enorme aumento degli afflussi di capitali privati non bancari, passati da \$ 9,4 miliardi nel 1983 a \$ 57 miliardi nel 1984. In gran parte ciò è dovuto ad un forte incremento negli afflussi netti di fondi di non residenti. In particolare, gli acquisti netti esteri di titoli USA (escluse le azioni) sono triplicati, passando a \$ 37,4 miliardi, e il nuovo indebitamento esterno del settore Imprese USA attraverso vari altri canali è ammontato a \$ 20,3 miliardi. Per contro, il saldo degli investimenti diretti e di portafoglio in azioni è variato solo in misura modesta.

Stati Uniti: flussi identificati di capitali privati non bancari; 1983-84

Voci	1983	1984				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
miliardi di dollari USA						
Investimenti diretti (netti) ¹	- 4,3	1,0	- 4,8	2,2	2,9	0,6
Altri investimenti azionari (netti)	2,4	- 1,7	1,6	- 0,0	- 1,7	- 1,5
Obbligazioni e altri titoli (netti)	13,4	37,4	3,3	9,8	8,5	16,0
obbligazioni estere	- 3,7	- 3,7	0,3	- 0,8	- 0,6	- 2,5
titoli del Tesoro USA	8,7	22,5	1,4	6,5	5,1	9,5
altre obbligazioni USA ²	8,4	18,6	1,6	4,1	4,0	9,0
Altri capitali privati non bancari (netti) ³	- 2,1	20,3	7,2	10,9	1,9	0,0
Totale	9,4	57,0	7,3	22,9	11,6	15,1
Attività USA sull'estero	-24,1	-10,2	- 3,6	-0,5	1,2	- 7,3
Attività estere negli USA	33,5	67,2	10,9	23,4	10,4	22,4

¹ Esclude i flussi fra società collegate e altre transazioni fra le imprese USA e le rispettive società finanziarie nelle Antille Olandesi. ² Obbligazioni USA diverse dai titoli del Tesoro USA, più proventi netti da vendite di euroobbligazioni fatti affluire negli Stati Uniti tramite le società finanziarie nelle Antille Olandesi. ³ Include le transazioni residuali con le società finanziarie nelle Antille Olandesi, altri flussi fra società collegate e variazioni nelle attività nette verso imprese estere non consociate.

La vigorosa domanda di titoli USA, sia di obbligazioni del Tesoro sia di altri titoli, può essere ascritta a diversi fattori. Il primo è indubbiamente costituito da considerazioni di tasso di interesse. Ad esempio, nel 1984 i rendimenti sulle obbligazioni del settore pubblico USA sono stati in media superiori rispettivamente di 4,5 e 5,5 punti percentuali al rendimento delle obbligazioni del settore pubblico in Germania ed in Giappone. Inoltre, anche se nell'ultimo trimestre del 1984 i differenziali si sono ristretti, la domanda di titoli pare essere stata stimolata dalle aspettative di guadagni in conto capitale derivanti da un ulteriore calo dei tassi di interesse USA. Un secondo fattore che ha incoraggiato gli investimenti sul mercato obbligazionario USA è stato un certo spostamento dai certificati di deposito verso i titoli governativi esenti da rischio, che si è avuto nel secondo trimestre in concomitanza delle difficoltà incontrate da alcune banche statunitensi. In terzo luogo, anche l'abolizione della ritenuta alla fonte sugli interessi dovuti ai non residenti detentori di titoli emessi dopo la metà di luglio ha accresciuto l'attrattiva dei titoli USA per gli investitori esteri. Inoltre questo provvedimento ha in larga misura eliminato i vantaggi fiscali delle emissioni euroobbligazionarie tramite le società finanziarie costituite da imprese USA nelle Antille Olandesi. Di conseguenza, il flusso di proventi netti da vendite di obbligazioni da parte delle società finanziarie si è praticamente esaurito nella seconda metà del 1984, mentre durante questo periodo le vendite dirette di euroobbligazioni hanno contribuito in misura significativa agli afflussi record di capitale in conto titoli societari. Infine, è probabile che il recente allentamento delle restrizioni finanziarie in Giappone abbia creato nuove fonti di domanda per i titoli USA.

Come indicato nella tabella della pagina seguente, l'anno scorso gli afflussi bancari netti negli Stati Uniti sono diminuiti di \$3,5 miliardi, passando a \$20,2 miliardi, con una netta decelerazione nella crescita sia delle attività sia delle passività denominate in dollari derivanti da operazioni in proprio delle banche USA. Dal lato delle attività, la ragione principale del rallentamento è stata l'inversione di flusso nei crediti lordi erogati a soggetti non bancari, da un aumento di \$13,7

Stati Uniti: flussi bancari; 1983-84

Voci	1983	1984				quarto trimestre
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	
miliardi di dollari USA						
Flussi bancari (netti)	23,7	20,2	10,7	0,2	11,5	- 2,1
Variazioni nelle attività	-25,4	- 7,3	2,0	-20,6	16,9	- 5,6
Operazioni in conto proprio, in dollari	-31,8	- 7,3	4,3	-20,7	13,7	- 4,6
con proprie dipendenze estere	-16,7	- 9,3	- 1,5	- 9,6	6,2	- 4,4
con altre banche	- 1,4	0,8	3,8	- 8,6	6,9	- 1,3
con soggetti non bancari	-13,7	1,2	2,0	- 2,5	0,6	1,1
Altre operazioni*	6,4	- 0,0	- 2,3	0,1	3,2	- 1,0
Variazioni nelle passività	49,1	27,6	8,8	20,8	- 5,4	3,4
Operazioni in conto proprio, in dollari	48,9	24,5	8,2	19,0	- 5,5	2,8
con proprie dipendenze estere	25,6	2,1	1,5	10,8	-10,8	0,6
con altre banche	9,9	14,4	4,2	5,1	3,0	2,2
con soggetti non bancari	13,4	7,9	2,5	3,1	2,3	0,0
Altre operazioni*	0,2	3,1	0,6	1,8	0,1	0,6

* Comprendono le operazioni in valuta estera, le attività sull'estero della clientela interna delle banche e le passività bancarie per fondi in custodia.

miliardi nel 1983 a una contrazione di \$1,2 miliardi. La maggior parte di questa inversione è attribuibile ad una ulteriore sostanziale riduzione dei nuovi crediti ai PVS non OPEC, che lo scorso anno hanno ottenuto soltanto \$3,2 miliardi di nuovi fondi, inclusi i prestiti accordati in connessione con programmi di aggiustamento o con operazioni di ristrutturazione del debito. La più lenta crescita delle passività esterne delle banche è dovuta al fatto che nel 1984 si è praticamente arrestato il flusso dei fondi attinti dalle banche USA presso le proprie filiazioni estere, che nel 1983 aveva contribuito per circa la metà agli afflussi totali lordi di capitali bancari.

Nel corso dell'anno la configurazione dei flussi bancari USA, come sarà esaminato più diffusamente nel Capitolo VI, è stata influenzata da tre sviluppi principali. In primo luogo, il differenziale dei tassi di interesse a breve fra il dollaro e le altre principali valute si è ampliato progressivamente fino al luglio del 1984, fornendo in questo periodo un vigoroso incentivo agli afflussi di depositi nelle banche degli Stati Uniti. In secondo luogo, si sono avuti ampi deflussi lordi di capitale nel secondo trimestre (successivamente compensati da movimenti di segno contrario) quando le banche degli Stati Uniti hanno reintegrato i prelievi di depositi in dollari subiti dalle filiali estere in seguito ai timori connessi alle potenziali perdite di alcune banche statunitensi a fronte dei propri crediti sull'interno. Oltre a ciò, si sono registrati ingenti deflussi verso consorzi di banche estere che erano stati istituiti per finanziare vaste operazioni di fusione negli Stati Uniti. Infine, verso la fine dell'anno, sembra che fattori di rischio e di tasso di interesse abbiano indotto gli investitori stranieri a spostare fondi da depositi bancari a collocamenti sui mercati mobiliari USA.

Passando brevemente ad esaminare la distribuzione dei flussi di capitale identificati fra gli Stati Uniti e le principali aree, la tabella che segue indica che nei due anni passati la maggior parte degli afflussi netti negli Stati Uniti (escludendo le transazioni governative USA ed i movimenti delle attività e delle passività ufficiali)

ha avuto origine nei paesi industriali, specie nell'Europa occidentale. L'aspetto saliente, tuttavia, è costituito dal fatto che il Giappone è divenuto il maggior esportatore di capitali verso gli Stati Uniti. I flussi netti totali dal Giappone agli Stati Uniti sono passati dai \$ 2 miliardi registrati nel 1983 a \$ 12,4 miliardi nel 1984, con un aumento che costituisce da solo un quarto dell'incremento dei flussi totali netti dei capitali identificati osservabili nella tabella. Questa variazione ha rappresentato quasi per intero nuovi collocamenti di fondi di non residenti, gran parte dei quali probabilmente sotto forma di investimenti di portafoglio. Si è avuto anche un forte aumento (da \$ 6,5 miliardi nel 1983 a \$ 26,3 miliardi nel 1984) negli afflussi netti di fondi dai paesi non industriali. La maggior parte di questa variazione è dovuta alla diminuzione degli investimenti di residenti USA in quei paesi, ma la persistente attrattiva del dollaro ha anche indotto i non residenti a collocare considerevoli fondi presso le banche e sui mercati mobiliari negli Stati Uniti.

Stati Uniti: distribuzione geografica dei flussi di capitali identificati; 1983-84

Voci	Totale		Europa occidentale		Giappone ¹		Altri paesi industriali ^{1,2}		Altri paesi	
	1983	1984	1983	1984	1983	1984	1983	1984	1983	1984
miliardi di dollari USA										
Flussi del settore privato non bancario USA (netti)	0,7	34,5	2,8	12,9	2,9	3,1	-4,5	8,0	-0,5	10,5
Altri flussi del settore privato (netti) ³	32,4	42,7	18,6	17,8	-0,9	9,3	7,7	-0,2	7,0	15,8
Totale	33,1	77,2	21,4	30,7	2,0	12,4	3,2	7,8	6,5	26,3

¹ Dati parzialmente stimati. ² Australia, Canada, Nuova Zelanda e Sud Africa. ³ Flussi bancari (netti) USA ed acquisizioni nette di titoli del Tesoro USA da parte di non residenti.

Gli afflussi di fondi non identificati, indicati dal riemergere di un'ampissima discrepanza statistica positiva nella bilancia dei pagamenti USA, non possono – per definizione – essere attribuiti con certezza a determinate categorie di transazioni in conto capitale. Tuttavia, due delle principali fonti degli afflussi di capitali negli Stati Uniti nel 1984 – acquisti di titoli USA da parte di non residenti e indebitamento esterno di imprese USA – sono voci la cui rilevazione nelle statistiche delle bilance dei pagamenti presenta lacune, ed è pertanto possibile che parte di questi afflussi non siano stati identificati come tali.

Per il secondo anno consecutivo l'ampio disavanzo corrente è stato interamente finanziato da acquisizioni di attività nette sugli Stati Uniti da parte di soggetti privati non residenti, ed il tasso di cambio effettivo del dollaro si è apprezzato del 14% nei due anni passati. Ciò indica che gli afflussi di capitale sono stati "autonomi" e, spingendo verso l'alto il valore del dollaro, hanno essi stessi contribuito al disavanzo corrente. Il marcato spostamento nell'importanza relativa fra gli afflussi bancari a breve termine e quelli non bancari a lungo termine, intervenuto fra il 1983 ed il 1984, potrebbe essere un'indicazione che il finanziamento del disavanzo di parte corrente lo scorso anno ha assunto una base meno instabile e potenzialmente più duratura. Tuttavia, questa conclusione può essere valida solo nella misura in cui gli acquisti netti di titoli USA riflettono un processo di aggiustamento del portafoglio. Una certa parte degli afflussi in conto investimenti di portafoglio dell'anno scorso può essere attribuita a tale

ristrutturazione ed è possibile che questo processo continui per un certo periodo. Tuttavia, in generale, l'acquisizione di titoli esteri si basa sulle stesse considerazioni che valgono per le altre transazioni in capitali internazionali privati, cioè la valutazione dei rendimenti relativi sulle attività denominate in differenti valute. Il saldo delle operazioni in questi titoli, che sono facilmente negoziabili, può presentare fluttuazioni altrettanto rapide ed ampie quanto il saldo delle transazioni in attività a breve termine. Inoltre, metà della contropartita del disavanzo corrente USA nel 1984 è consistita in flussi bancari notoriamente instabili e in movimenti di capitale non identificati, a cui si sono aggiunti sostanziali afflussi netti al settore delle imprese USA, i quali fluttuano principalmente in funzione della domanda di credito e delle condizioni di prestito sui mercati finanziari interni ed internazionali.

La preponderanza, negli Stati Uniti, di afflussi di capitale facilmente reversibili non implica che i disavanzi prospettici delle partite correnti — che in ogni caso non potrebbero essere ridotti rapidamente — possano non essere finanziati con la stessa facilità che in passato, o comunque senza un brusco cambiamento nelle condizioni del mercato dei cambi e del mercato finanziario. Allo stesso tempo, tuttavia, il perdurare di un disavanzo enorme delle partite correnti potrebbe divenire un fattore sempre più importante nell'influenzare la fiducia degli operatori circa le attività denominate in dollari, e l'atteggiamento sul corso futuro del dollaro potrebbe mutare rapidamente. In questo caso, si renderebbe necessaria una variazione nei tassi di interesse relativi e nei tassi di cambio per indurre gli investitori privati a continuare ad incrementare in misura consistente il loro portafoglio di attività denominate in dollari.

L'andamento della bilancia dei pagamenti in *Giappone* nel 1984 è stato, a grandi linee, l'immagine speculare di quello degli Stati Uniti. Non solo nei due paesi si sono avuti ampi spostamenti in direzioni opposte nei saldi delle partite correnti e dei movimenti di capitale, ma, inoltre, una parte significativa delle variazioni nel saldo con l'estero di ciascun paese ha avuto una contropartita diretta nel saldo esterno dell'altro. L'avanzo corrente del Giappone è aumentato lo scorso anno di più di \$ 14 miliardi, raggiungendo il livello record di \$ 35 miliardi. Il disavanzo delle partite invisibili è diminuito di \$ 1,3 miliardi, soprattutto grazie ai più elevati introiti netti sui redditi da capitale. Tuttavia, la maggior parte del miglioramento delle partite correnti è derivata da un fortissimo ampliamento dell'attivo commerciale.

L'aumento nelle esportazioni nette di merci, passate da \$ 31,5 miliardi nel 1983 a \$ 44,4 miliardi nel 1984, in parte attribuibile ad un miglioramento del 2,5% nelle ragioni di scambio, ha principalmente riflesso variazioni nel volume del commercio. La crescita delle esportazioni in volume è quasi raddoppiata, portandosi al 16%, ed è quindi stata superiore alla crescita dei mercati di esportazione del Giappone di circa 5 punti percentuali per il secondo anno consecutivo, nonostante un apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale dello yen del 6% negli ultimi due anni. Tuttavia, questa variazione media cela un deprezzamento reale del 3% nei confronti del dollaro, che è stato più che compensato da un aumento del 13% nei confronti delle principali valute europee. Si stima che le esportazioni verso gli Stati Uniti, che da sole costituiscono un terzo delle vendite giapponesi all'estero, negli ultimi due anni siano aumentate in termini di volume di circa il 70%, ossia ad un ritmo quasi doppio rispetto alla crescita della domanda reale di importazioni USA. Le esportazioni verso l'Europa sono state molto meno sostenute, essendo aumentate, in termini di volume, di quasi il 20%. Ciò nonostante, questa crescita

è stata molto più veloce rispetto all'espansione nel volume delle importazioni dei paesi europei, ed ha comportato un notevole guadagno di quote di mercato.

L'eccezionale crescita delle esportazioni giapponesi deve essere parzialmente attribuita al vantaggio concorrenziale che il settore industriale nipponico ha conseguito in virtù dell'aggiustamento strutturale alle variazioni nei prezzi relativi e del progresso tecnico nel corso del decennio passato. Il successo nel riconvertire la struttura della produzione industriale – favorendo, rispetto alla trasformazione di materie prime basilari, le linee di prodotti a più elevato valore aggiunto ed i manufatti ad alta tecnologia, specialmente nel settore elettronico – è divenuto particolarmente evidente negli ultimi due anni, durante i quali i produttori giapponesi sono stati in grado di rispondere energicamente alla ripresa della domanda estera che, per i prodotti ad alta tecnologia, è stata sicuramente molto più forte della crescita complessiva nelle importazioni dei *partners* commerciali del Giappone.

Giappone: variazioni della bilancia commerciale per gruppi merceologici; 1983-84*

Anni	Esportazioni			Importazioni				
	totale	macchinari e impianti	altre	totale	materie prime	combustibili minerali	prodotti manufatti	derrate alimentari
	miliardi di dollari USA							
1983	8,1	9,0	- 0,9	- 5,5	- 0,7	- 6,7	1,5	0,4
1984	23,2	20,2	3,0	10,1	1,3	1,4	6,3	1,1

* Dati doganali; importazioni c.i.f.

Le variazioni nella composizione merceologica delle esportazioni giapponesi mostrano chiaramente l'influenza degli aggiustamenti strutturali che hanno permesso agli esportatori giapponesi di accedere a mercati di recente sviluppo ed a mercati in forte espansione per particolari prodotti. Come si può notare dalla tabella che precede, quasi tutto l'aumento di \$31,3 miliardi delle esportazioni nei due anni scorsi può essere ricondotto a vendite di macchinari ed impianti, che dal 1982 si sono dilatate del 32%, e la cui quota sulle esportazioni totali di manufatti è passata dal 72% nel 1982 al 77% nel 1984. Per contro, le esportazioni più tradizionali, come quelle dei prodotti tessili e chimici, sono aumentate solo moderatamente o, come ad esempio nel caso dei prodotti in metallo, sono addirittura diminuite.

Le variazioni nel valore in dollari degli scambi per aree geografiche, riportate nella tabella seguente, indicano che \$23,6 miliardi, vale a dire il 75% dell'aumento totale delle esportazioni negli ultimi due anni, costituiscono vendite sul mercato degli Stati Uniti. Le esportazioni nel Sud-Est asiatico sono aumentate in valore del 28%, mentre le vendite in Europa sono cresciute soltanto dell'11%, in quanto l'influenza della domanda relativamente stagnante in quest'area è stata accentuata dalla forza relativa dello yen nei confronti delle principali valute europee.

Anche la crescita in volume delle importazioni si è accelerata fortemente, passando da poco più dell'1% nel 1983 a circa l'11% nel 1984. Le importazioni reali di materie prime e di combustibili minerali sono aumentate del 4 e dell'8%

Giappone: variazioni della bilancia commerciale per aree geografiche: 1983-84¹

Anni e voci	Totale complessivo	Paesi industriali			Paesi in via di sviluppo			Europa orientale		
		totale	Stati Uniti	Europa occidentale	altri	totale	Sud-Est Asiatico ²		Medio Oriente	altri
miliardi di dollari USA										
Esportazioni										
1983	8,1	8,6	6,5	1,5	0,6	0,4	4,1	0,2	- 3,9	- 0,9
1984	23,2	19,9	17,1	0,9	1,9	4,0	4,6	- 3,0	2,4	- 0,7
Importazioni										
1983	- 5,5	0,9	0,5	0,9	- 0,5	- 6,3	- 2,2	- 4,0	- 0,1	- 0,1
1984	10,1	5,4	2,2	2,0	1,2	4,6	4,8	- 0,7	0,5	0,1

¹ Dati doganali; importazioni c.i.f. ² Include la Repubblica Popolare Cinese.

rispettivamente, ma l'incremento maggiore, pari al 20%, è stato registrato nelle importazioni di prodotti manufatti. La crescita in volume delle importazioni di materie prime e combustibili minerali si è avuta principalmente nella prima parte dell'anno ed è per lo più dovuta alla ricostituzione di scorte. Allorché nella seconda parte dell'anno la domanda interna è divenuta il principale fattore propulsivo della ripresa, le importazioni di manufatti sono rapidamente aumentate. Questo andamento nel corso dell'anno ha riaffermato la prosecuzione del riassetto nella composizione delle importazioni – cioè una diminuzione relativa delle materie prime e dei combustibili minerali a favore dei prodotti manufatti – che era già in atto da qualche tempo. Di conseguenza, la quota delle materie prime e dei combustibili sulle importazioni totali è diminuita ulteriormente nel 1984, passando al 59% contro il 64% di due anni prima. La disaggregazione per aree geografiche mostra che l'aumento delle importazioni ha avuto origine pressoché in parti uguali nei paesi industriali e nei PVS del Sud-Est asiatico.

L'aumento nell'avanzo dei pagamenti correnti nel 1984 è stato controbilanciato quasi interamente dall'incremento di \$13,4 miliardi dei deflussi netti di capitale del Giappone, e la posizione monetaria ufficiale netta è migliorata di \$2,4 miliardi.

L'elevata propensione al risparmio in Giappone ha costituito il fattore principale alla base del suo tradizionale ruolo di esportatore netto di capitali – eccetto che per brevi periodi, i movimenti di capitali hanno registrato disavanzi a partire dai primi anni settanta – ma il netto aumento ed i concomitanti spostamenti nella composizione dei deflussi nel 1984 riflettono l'influenza di altri due fattori. In primo luogo, durante tutto l'anno i tassi di interesse interni sono stati considerevolmente inferiori ai tassi di interesse sulle attività denominate in dollari USA e, per la maggior parte dell'anno, il differenziale si è notevolmente ampliato a favore degli investimenti in dollari. In secondo luogo, alla fine del 1983 ed all'inizio del 1984 è stata presa una serie di provvedimenti per liberalizzare ulteriormente i mercati dei capitali del Giappone che ha impartito nel complesso un ulteriore stimolo alle esportazioni nette di capitale.

Come si rileva dalla tabella che segue, l'aspetto di maggior rilievo è stato il forte aumento negli acquisti di titoli esteri da parte di residenti, passati da \$16 miliardi nel 1983 a \$30,8 miliardi nel 1984. L'incremento è interamente dovuto ad

Giappone: bilancia dei movimenti di capitali; 1983-84

Voci	1983	anno	1984			
			primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
miliardi di dollari USA						
Saldo dei movimenti di capitali	-21,3	-36,9	- 4,2	- 8,8	-11,0	-12,9
Capitali a lungo termine (netti)	-17,7	-49,8	- 5,8	-14,3	-12,4	-17,3
Capitali di residenti	-32,5	-56,9	- 9,4	-13,7	-14,3	-19,5
di cui:						
investimenti diretti all'estero	- 3,6	- 6,0	- 1,6	- 1,8	- 1,4	- 1,2
crediti commerciali	- 2,6	- 5,1	- 1,2	- 1,0	- 1,2	- 1,7
prestiti	- 8,4	-11,9	- 2,5	- 2,7	- 4,6	- 2,1
titoli	-16,0	-30,8	- 3,9	- 6,6	- 6,8	-13,6
Capitali di non residenti	14,8	7,1	3,6	- 0,6	1,9	2,2
di cui:						
titoli	8,5	- 0,2	1,7	- 2,9	- 0,0	1,1
obbligazioni emesse all'estero	5,7	7,4	1,9	2,1	2,2	1,1
Capitali a breve termine (netti)	- 3,6	12,9	1,6	5,5	1,4	4,4
di cui:						
flussi bancari	- 3,6	17,6	3,7	5,5	3,4	5,0
Errori ed omissioni	2,1	4,3	0,0	- 0,9	2,4	2,8
Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta (=miglioramento)	- 1,6	- 2,4	- 0,6	- 0,3	- 0,1	- 1,4

investimenti in obbligazioni, rappresentate per il 15% circa da obbligazioni estere collocate sul mercato giapponese. Oltre che dagli incentivi forniti dagli elevati rendimenti sui titoli esteri, i deflussi per investimenti di portafoglio paiono essere stati stimolati dalle recenti misure che hanno favorito l'accesso dei non residenti al mercato finanziario giapponese. Un fattore forse piú importante è costituito dalla liberalizzazione dei movimenti di capitale alla fine del 1980, che ha offerto ai grossi investitori istituzionali l'opportunità di diversificare i propri portafogli. Anche se le norme di vigilanza limitano gli investimenti in titoli denominati in valute estere al 10% del portafoglio, la rapida espansione delle attività ha permesso alle compagnie di assicurazione sulla vita ed alle "trust banks" di espandere sostanzialmente le disponibilità in titoli esteri. Ad esempio, fra l'ottobre 1983 e l'ottobre 1984, le compagnie di assicurazione sulla vita hanno acquisito ulteriori \$ 8,6 miliardi di titoli esteri, mentre nel 1984 le "trust banks" hanno incrementato di \$ 6 miliardi i loro averi in titoli esteri.

In aggiunta agli ampi deflussi per investimenti di portafoglio dei residenti, gli investimenti diretti all'estero sono aumentati di \$ 2,4 miliardi, non da ultimo a causa degli sforzi compiuti dai produttori giapponesi per controbattere le pressioni protezionistiche spostando la produzione in altri paesi; inoltre i nuovi crediti commerciali a lunga scadenza sono quasi raddoppiati, passando a \$ 5,1 miliardi, come conseguenza sia di fattori collegati ai tassi di interesse, sia della ripresa del commercio estero. I prestiti a lungo termine - la maggior parte dei quali rappresenta crediti bancari denominati in yen - sono aumentati di \$ 3,5 miliardi, in parte per l'attrattiva esercitata dai tassi di interesse interni relativamente bassi, ma anche perché sono stati sospesi alla fine del settembre 1983, e quindi aboliti il 1° aprile 1984, i criteri-guida applicati dal Ministero delle Finanze per la sorveglianza sul credito all'estero.

Gli investimenti di fondi a lunga scadenza in Giappone da parte di non residenti assumono tradizionalmente la forma di investimenti di portafoglio. La diminuzione di questo tipo di afflussi, passati da \$ 14,2 miliardi nel 1983 a \$ 7,2 miliardi nel 1984, è interamente attribuibile ad ingenti liquidazioni di partecipazioni azionarie (i dati consolidati indicano vendite nette di azioni per \$ 7,2 miliardi da parte di non residenti nel 1984). Per contro, gli afflussi derivanti da vendite di obbligazioni emesse all'estero sono saliti da \$ 1,7 miliardi a \$ 7,4 miliardi, in parte perché i criteri-guida più permissivi sull'emissione di obbligazioni denominate in valuta estera con clausola di conversione in yen, entrati in vigore il 1° aprile, hanno indotto le imprese giapponesi ad aumentare la propria attività di emissione.

Gli ampi deflussi di capitali a lungo termine sono stati in certa misura controbilanciati da afflussi bancari netti a breve, i quali hanno fatto passare il saldo dei capitali a breve da deflussi netti per \$ 3,6 miliardi nel 1983 ad afflussi netti per \$ 12,9 miliardi nel 1984. Gli afflussi bancari netti potrebbero essere stati stimolati dalla crescente domanda di credito interno e dalla eliminazione dei limiti sulla conversione di valute estere in yen da parte delle banche.

Gli andamenti delle bilance dei pagamenti negli altri paesi del Gruppo dei Dieci

Le variazioni nei saldi correnti degli altri paesi del Gruppo dei Dieci nel 1984 sono state di dimensione molto inferiore a quelle relative a Stati Uniti e Giappone. In generale, lo scorso anno le posizioni di parte corrente hanno teso a rafforzarsi, in particolare in Francia, mentre si sono avuti peggioramenti alquanto marcati nel Regno Unito ed in Italia.

La crescita in volume dell'interscambio estero, come già indicato, si è accelerata considerevolmente nel 1984, e nella maggior parte dei paesi l'aumento delle esportazioni reali ha superato quello delle importazioni reali in misura considerevole. Tuttavia, l'influenza di una più elevata espansione in termini di volume è stata ampiamente compensata dalla diminuzione dei valori unitari in dollari prodotta dall'apprezzamento del dollaro, così che il valore del commercio in termini di dollari correnti è variato solo marginalmente. La rapida espansione delle esportazioni in termini reali è stata, in generale, il risultato di un'accelerazione nella crescita dei mercati di esportazione e dei guadagni di competitività internazionale, che hanno favorito in particolare le vendite negli Stati Uniti e, in misura minore, in Giappone. L'aumento delle importazioni in termini reali è largamente attribuibile alla ripresa dell'attività economica.

Nel 1984 le partite correnti della *Francia* sono migliorate di \$ 4,3 miliardi, riportandosi pressoché in equilibrio. Quasi tutta la variazione ha riguardato il saldo commerciale, il cui disavanzo è diminuito principalmente per effetto delle restrizioni sulla domanda interna. Le importazioni in volume sono aumentate solo del 2,5%, ossia molto meno che in ogni altro paese del Gruppo dei Dieci. L'aumento del 5,5% — in termini di volume — delle esportazioni non ha tenuto il passo con la crescita dei mercati di esportazione, in gran parte a causa di perdite di competitività nei confronti di alcuni *partners* commerciali comunitari. Un rafforzamento del saldo commerciale è stato parimenti il fattore fondamentale del miglioramento di circa \$ 1 miliardo nella posizione delle partite correnti dei *Paesi Bassi*, *Belgio* e *Svezia*.

L'eccedenza corrente dei Paesi Bassi ha raggiunto \$4,8 miliardi ed è stata, in rapporto al PNL, la più ampia fra i paesi del Gruppo dei Dieci. In Belgio e Svezia, per la prima volta dalla metà degli anni settanta, le partite correnti hanno conseguito un modesto saldo positivo.

In *Germania* e in *Svizzera* l'eccedenza delle partite correnti si è accresciuta rispettivamente di \$1,8 e 0,2 miliardi, essenzialmente a causa di variazioni nelle partite invisibili, connesse agli andamenti dei redditi da capitale. Tuttavia, entrambi i paesi hanno realizzato un netto miglioramento nel saldo commerciale in termini di volume, che ha compensato quasi completamente l'influenza del deterioramento delle ragioni di scambio. In *Germania*, il volume delle esportazioni è aumentato del 9%, come conseguenza di guadagni di quote sui mercati dei principali *partners* commerciali, specialmente negli Stati Uniti, dove le vendite sono cresciute, in termini di valore, di quasi il 28%. Le importazioni in volume sono aumentate del 5%, ma la loro crescita è rallentata nel corso dell'anno. L'attivo commerciale destagionalizzato è aumentato di \$3,2 miliardi fra il primo e il secondo semestre del 1984.

In *Canada* l'avanzo delle partite correnti è rimasto sostanzialmente invariato, in quanto un aumento di \$1,7 miliardi nel saldo commerciale ha più che compensato il peggioramento di \$1,6 miliardi nel disavanzo delle partite invisibili. Al miglioramento del saldo commerciale ha fortemente contribuito la ripresa negli Stati Uniti che ha intensificato, in particolare, il commercio bilaterale di veicoli a motore e di componenti. La rapida crescita degli scambi di questi prodotti è stata la ragione principale dell'aumento nel volume di esportazioni ed importazioni, pari rispettivamente al 22 e 20%.

Due importanti paesi europei del Gruppo dei Dieci, il *Regno Unito* e l'*Italia*, hanno registrato un netto peggioramento nelle rispettive posizioni delle partite correnti nel 1984. L'avanzo corrente del Regno Unito è scomparso, in parte per gli effetti negativi dello sciopero dei minatori sia sull'eccedenza petrolifera, sia sul restante saldo commerciale. La prima è diminuita di \$0,7 miliardi, mentre il disavanzo commerciale non petrolifero è aumentato di \$3 miliardi, in gran parte a causa di un incremento nelle importazioni nette di manufatti. Sebbene l'aumento nel volume delle esportazioni di manufatti lo scorso anno sia balzato al 10%, esso è stato sopravanzato dall'espansione dell'11% delle importazioni reali, nonostante le condizioni congiunturali relative più favorevoli ed un'ulteriore diminuzione del tasso di cambio effettivo reale della sterlina. In *Italia* le partite correnti sono tornate in passivo per \$3,1 miliardi. Una netta ripresa della domanda interna ha indotto una crescita del 9% nelle importazioni in volume, mentre le perdite di competitività nei confronti dei *partners* commerciali europei hanno limitato l'aumento delle esportazioni reali al 5%.

La tabella seguente sintetizza la bilancia dei movimenti di capitali dei paesi del Gruppo dei Dieci nel 1983 e 1984. Non considerando gli Stati Uniti, si distinguono due gruppi di paesi. Giappone, Germania, Regno Unito, Canada, Paesi Bassi e Svizzera — che hanno registrato eccedenze delle partite correnti e consistenti esportazioni di capitali negli ultimi tre anni — sono classificati come "paesi esportatori di capitali". Gli altri paesi del Gruppo dei Dieci, classificati come "paesi importatori di capitali", in questo stesso periodo hanno registrato disavanzi di parte corrente ed hanno fatto ricorso all'indebitamento esterno.

Paesi del Gruppo dei Dieci: struttura dei flussi di capitali; 1983-84

Paesi e voci	1983	1984
	miliardi di dollari USA	
Stati Uniti ¹	37,6	102,1
Altri paesi del Gruppo dei Dieci	-21,6	-42,3
Capitali a lungo termine (netti)	-38,3	-82,3
Paesi esportatori di capitali ²	-43,8	-84,4
di cui: Giappone	-17,7	-49,8
Paesi importatori di capitali ³	5,5	2,1
Capitali a breve termine (netti) ⁴	16,7	40,0
Paesi esportatori di capitali ²	5,1	31,9
di cui: Giappone	- 1,5	17,2
Paesi importatori di capitali ³	11,6	8,1

¹ Totale dei capitali a breve e a lungo termine, inclusa la discrepanza statistica. ² Giappone, Germania, Regno Unito, Canada, Paesi Bassi e Svizzera. ³ Francia, Italia, Belgio e Svezia. ⁴ Inclusi errori ed omissioni.

Il netto aumento degli afflussi di capitale verso gli Stati Uniti nel 1984 si è accompagnato ad un notevole incremento nei deflussi netti di capitale a lungo termine da alcuni altri paesi del Gruppo dei Dieci, che sono stati in certa misura compensati da afflussi netti di capitale a breve. Sebbene queste variazioni nei flussi aggregati di capitale siano state dominate dagli andamenti relativi al Giappone, trattati in precedenza, si sono anche avute variazioni significative dello stesso segno nei saldi dei movimenti di capitale di alcuni altri paesi.

L'anno scorso sono aumentati notevolmente i deflussi netti di capitale a lungo termine nel Regno Unito ed in Germania; nel Regno Unito sono passati da \$9,6 a 16,4 miliardi fra il 1983 ed il 1984, per lo più a causa del considerevole aumento, da \$3,7 a 9,3 miliardi, negli acquisti netti da parte delle banche di *notes* a tasso fluttuante e di altri strumenti facilmente negoziabili. Lo scorso anno i tradizionali prestiti bancari a lungo termine in valuta estera sono praticamente scomparsi. Il processo di aggiustamento del portafoglio da parte degli operatori non bancari, che ha costituito una delle principali fonti delle esportazioni di capitali a lungo termine a partire dall'abolizione dei controlli sui cambi nel 1979, è rallentato notevolmente nel 1984, durante il quale i nuovi acquisti netti di titoli esteri sono ammontati soltanto a \$2 miliardi, ossia a un terzo circa della cifra media per il periodo 1980-83. Inoltre, l'acquisizione di una filiazione statunitense da parte di un'impresa petrolifera ha contribuito ad aumentare notevolmente i deflussi netti di capitale per investimenti diretti sia nel Regno Unito sia nei Paesi Bassi. D'altro canto, l'aumento dei deflussi netti a lungo termine in Germania - passati da \$3,2 miliardi nel 1983 a \$4,7 miliardi nel 1984 - ha riflesso una diminuzione di \$3,7 miliardi negli afflussi netti per operazioni di portafoglio, che ha più che compensato una contrazione nelle altre esportazioni nette di capitali a lungo termine. Nel 1984 gli acquisti di titoli esteri da parte di residenti sono aumentati di \$1,2 miliardi, mentre i nuovi investimenti in titoli tedeschi da parte di non residenti sono diminuiti di \$2,5 miliardi. Tutto ciò ha rispecchiato minori acquisti di *notes* emesse da mutuatari ufficiali, mentre gli investimenti esteri in obbligazioni tedesche, sulle quali nel 1984 è stata abolita l'imposta cedolare, sono stati leggermente superiori a quelli dell'anno precedente.

Fra i paesi importatori di capitali negli ultimi tre anni, la Francia ha registrato le variazioni più ampie: gli afflussi netti di capitale a lungo termine, principalmente

attraverso il settore pubblico, si sono ridotti da \$5,5 miliardi nel 1983 a \$0,5 miliardi nel 1984, in linea con la diminuzione del disavanzo corrente. In *Svezia* gli afflussi netti provenienti dall'indebitamento esterno del Tesoro sono diminuiti da \$2,5 miliardi nel 1983 a una cifra praticamente nulla nel 1984.

Il notevole aumento negli afflussi netti di capitali a breve verso i paesi del Gruppo dei Dieci al di fuori degli Stati Uniti, anche se parzialmente attribuibile all'inversione nei flussi bancari a breve termine del Giappone, è derivato principalmente da un incremento di \$11,6 miliardi nell'indebitamento in valuta estera delle banche situate nel Regno Unito per finanziare i loro massicci acquisti di *notes* a tasso fluttuante.

Gli andamenti delle bilance dei pagamenti negli altri gruppi di paesi

Nei *paesi sviluppati esterni al Gruppo dei Dieci* l'anno scorso il disavanzo aggregato delle partite correnti si è ulteriormente ridotto di \$3,1 miliardi, scendendo a \$11,2 miliardi. L'intero miglioramento ha riguardato la bilancia commerciale ed ha riflesso variazioni favorevoli nel volume dell'interscambio. L'espansione del volume delle esportazioni globali è raddoppiata, salendo al 10%. Allo stesso tempo, tuttavia, in molti paesi di questo gruppo la ripresa trainata dalle esportazioni ha determinato anche una rapida crescita della domanda di importazioni, che dopo essersi leggermente contratte nel 1983, sono aumentate di circa l'8% in termini di volume nel 1984.

All'interno del gruppo, il miglioramento di gran lunga più ampio è stato conseguito dalla Spagna, dove la politica restrittiva nei confronti della domanda interna, combinata agli effetti ritardati del deprezzamento del tasso di cambio reale, ha comportato una variazione di \$4,5 miliardi nel saldo delle partite correnti, passato ad un attivo di \$2 miliardi. La maggior parte di questo miglioramento è avvenuta nella bilancia commerciale, dove un incremento del 18% delle esportazioni in volume, un modesto aumento della quantità di importazioni ed un miglioramento del 3% delle ragioni di scambio si sono tradotti in una diminuzione del disavanzo di \$3,4 miliardi. Andamenti a grandi linee simili, anche se meno pronunciati, hanno fatto sì che il disavanzo corrente del Portogallo diminuisse di \$0,5 miliardi. In Norvegia il saldo attivo delle partite correnti è ulteriormente aumentato di \$1,3 miliardi, passando a \$3,5 miliardi, cifra equivalente al 6,5% del PNL. Un considerevole miglioramento delle ragioni di scambio (7%), derivato principalmente da una diminuzione nel valore unitario delle importazioni della Norvegia, ha più che compensato un lieve peggioramento dell'avanzo commerciale in termini di volume. In Finlandia, la combinazione di una debole domanda di importazioni e della forte ripresa dei mercati di esportazione nell'area occidentale è stata la ragione principale del miglioramento di \$0,9 miliardi del saldo corrente.

Il peggioramento più ampio registrato nel saldo delle partite correnti è quello dell'Australia, il cui disavanzo è aumentato di \$2,2 miliardi, salendo a \$8 miliardi, ovvero al 4,5% del PNL. Le importazioni ed esportazioni in termini di volume sono aumentate rispettivamente del 19 e del 17%, in quanto la vigorosa domanda interna ha coinciso con una rapida crescita dei mercati di esportazione. Al peggioramento nel saldo commerciale reale si è aggiunta una diminuzione del 3% delle ragioni di scambio. Inoltre, i più elevati tassi di interesse ed una crescente

posizione debitoria netta verso l'estero hanno dilatato il disavanzo delle partite invisibili di \$ 1,4 miliardi.

Nel 1984 gli afflussi complessivi di capitali nei paesi sviluppati esterni al Gruppo dei Dieci sono rimasti allo stesso livello registrato nell'anno precedente, ossia a \$ 17,5 miliardi. Il miglioramento nella posizione aggregata delle partite correnti si è tradotto per intero in una corrispondente maggiore crescita delle riserve ufficiali, da \$ 3 miliardi nel 1983 a \$ 6,5 miliardi lo scorso anno. Allo stesso tempo, l'indebitamento esterno verso le banche dichiaranti si è ridotto di \$ 2 miliardi; ciò indica che nell'ultimo biennio vi è stata un'espansione di oltre \$ 6 miliardi negli altri tipi di afflussi di capitale.

Si stima che nel 1984 il saldo attivo aggregato delle partite correnti dei paesi dell'Europa orientale, derivante dalle transazioni in valuta convertibile, sia aumentato di ulteriori \$ 2 miliardi, passando a \$ 10 miliardi. L'espansione degli scambi con i paesi occidentali ad economia di mercato, che era stata particolarmente vivace nel 1983, lo scorso anno si è rallentata. Le esportazioni hanno continuato tuttavia ad aumentare più velocemente delle importazioni e l'attivo commerciale è aumentato di \$ 2 miliardi, un miglioramento attribuibile in parti all'incirca uguali all'Unione Sovietica e agli altri paesi dell'Europa orientale. Il disavanzo delle partite invisibili è rimasto praticamente invariato, in quanto l'impatto dei più alti tassi di interesse del dollaro sulla parte del debito totale in essere denominata in questa moneta è stato largamente compensato dagli effetti positivi di una riduzione dell'indebitamento complessivo. Come già nel 1983, la riduzione delle passività nette in valute convertibili è derivata principalmente da un incremento dei depositi presso le banche dichiaranti, aumentati di \$ 4,2 miliardi al netto degli effetti di cambio. I crediti delle banche dichiaranti nei confronti dei paesi dell'Europa orientale, che erano diminuiti di \$ 1,3 miliardi nel 1983, sono aumentati di \$ 0,5 miliardi l'anno scorso, per lo più come conseguenza di nuovi prestiti all'Unione Sovietica.

Il disavanzo corrente dei paesi in via di sviluppo non OPEC è calato di ulteriori \$ 13 miliardi nel 1984, scendendo a \$ 22 miliardi. Il miglioramento ha riguardato per intero la bilancia commerciale, mentre i più elevati esborsi per interessi sul debito estero hanno accresciuto il disavanzo delle partite invisibili di \$ 4 miliardi. Il deficit commerciale, che era di \$ 20 miliardi nel 1983, è quasi scomparso nel 1984. Le esportazioni reali sono aumentate dell'11,5%, ossia ad un ritmo più che doppio rispetto al 1983. Anche la crescita delle importazioni in volume si è accelerata lo scorso anno, passando al 5%, rispetto all'incremento dell'1% soltanto dell'anno precedente.

Le difformità nella struttura delle esportazioni e nella capacità di rispondere rapidamente alla crescita della domanda mondiale hanno prodotto nel 1984 significative differenze negli andamenti delle partite correnti fra i due gruppi di PVS non OPEC indicati nella tabella seguente. I PVS dell'Asia (inclusa la Cina), molti dei quali hanno creato una base industriale per la produzione di manufatti più sofisticati, hanno beneficiato di una crescita del 14% delle esportazioni in volume che, unitamente ad un modesto aumento dei prezzi medi in dollari, ha accresciuto di ben \$ 27 miliardi il valore delle esportazioni. Le loro vendite agli Stati Uniti ed all'Australia sono aumentate ad un ritmo particolarmente rapido, più del 30%, ma anche gli scambi all'interno del gruppo e le esportazioni verso il resto del mondo

sono cresciuti in generale più velocemente del commercio mondiale. Anche le importazioni sono aumentate considerevolmente – di \$ 18 miliardi – soprattutto in virtù di un'accelerazione della crescita in termini di volume, portatasi all'8%, sebbene tale incremento sia ben lontano da quello realizzato dal lato delle esportazioni. Di conseguenza, il disavanzo commerciale dei paesi asiatici si è dimezzato, passando a \$ 8 miliardi, e i due terzi di questa riduzione si sono riflessi in un miglioramento del saldo corrente.

Saldi delle partite correnti nei paesi in via di sviluppo
non OPEC dell'Asia e dell'America Latina; 1982-84

Aree	1982	1983	1984
	miliardi di dollari USA		
Asia			
Saldo commerciale	- 22	- 17	- 8
Esportazioni	145	154	181
Importazioni	-167	-171	-189
Saldo delle partite invisibili	10	10	7
di cui: pagamenti per interessi	- 11	- 11	- 12
Saldo delle partite correnti	- 12	- 7	- 1
America Latina			
Saldo commerciale	5	20	27
Esportazioni	73	74	81
Importazioni	- 68	- 54	- 54
Saldo delle partite invisibili	- 40	- 34	- 35
di cui: pagamenti per interessi	- 35	- 31	- 32
Saldo delle partite correnti	- 35	- 14	- 8

In America Latina, compresa l'area dei Caraibi, la crescita delle esportazioni reali è pressoché raddoppiata, passando a quasi l'8%, ma questo aumento è stato di gran lunga inferiore a quello conseguito dai paesi dell'Asia. Il volume delle importazioni è aumentato solo dell'1,5%, ed il conseguente miglioramento nel saldo commerciale reale è stato il fattore principale della diminuzione di \$ 6 miliardi nel disavanzo della bilancia dei pagamenti correnti, sceso a \$ 8 miliardi. Il modesto aumento nel volume delle importazioni nel 1984 è tuttavia in netto contrasto con la contrazione del 40% nel livello delle importazioni di questi paesi nei due anni precedenti. Le variazioni nel saldo corrente aggregato dei PVS dell'America Latina sono state dominate dagli andamenti relativi ai due paesi maggiori. In Brasile si è di nuovo nettamente ridotto il disavanzo corrente, passato da \$ 6,8 miliardi nel 1983 a \$ 0,7 miliardi nel 1984; gli introiti per esportazioni sono cresciuti di \$ 5,1 miliardi, mentre gli esborsi per importazioni sono diminuiti di \$ 1,5 miliardi. I tagli alle importazioni, che hanno avuto luogo in presenza di una ripresa della produzione interna del 4,5%, vanno ascritti in misura considerevole ad una riduzione del 25% del volume di importazioni petrolifere, resa possibile in gran parte da un aumento del 40% della produzione interna di petrolio. Le importazioni di altri prodotti sono rimaste costanti in termini reali. In Messico le importazioni si sono dilatate del 30%, passando a \$ 11,3 miliardi. Le entrate per esportazioni sono aumentate di \$ 1,8 miliardi, in quanto un modesto incremento negli introiti petroliferi è stato rafforzato da una espansione del 20% delle esportazioni di prodotti manufatti. Grazie all'attivo commerciale di \$ 12,8 miliardi, le partite correnti hanno potuto registrare un avanzo di \$ 4,1 miliardi. In entrambi i paesi, tuttavia, la bilancia commerciale pare essere peggiorata nel primo trimestre del 1985.

Negli altri paesi dell'America Latina, così come nel resto dei PVS, la situazione è rimasta pressoché invariata: mentre è stato conseguito un certo miglioramento dal lato delle esportazioni, in generale non vi è stato molto spazio per allentare i vincoli sulle importazioni.

Paesi in via di sviluppo non OPEC: finanziamento dei disavanzi delle partite correnti; 1982-84. Stime

Voci	1982	1983	1984
	miliardi di dollari USA		
Disavanzo delle partite correnti	63	35	22
Aumento delle attività esterne	26	24	28
di cui: riserve valutarie	- 2	9	18
altre ¹	28	15	10
Fabbisogno di finanziamento	89	59	50
Investimenti diretti (netti)	11	9	8
Aumento di altre passività esterne	78	50	42
di cui, nei confronti di:			
creditori ufficiali (lunga scadenza)	28	34	28
(di cui: prelievi netti sul FMI)	(5)	(8)	(4)
banche ²	20	12	9
altre	30	4	5
di cui, rispetto alla scadenza:			
a lungo termine	60	68	51
a breve termine	18	- 18	- 9

¹ Include errori ed omissioni nella bilancia dei pagamenti. ² Banche dichiaranti alla BRI.

Si stima che il fabbisogno totale di finanziamento esterno dei PVS non OPEC – definito come somma del disavanzo corrente, degli incrementi rilevati nelle attività esterne (incluse le riserve ufficiali) e dei deflussi di capitali non identificati – si sia ulteriormente ridotto, passando da \$59 miliardi nel 1983 a \$50 miliardi nel 1984. La disaggregazione dei flussi finanziari per creditori e per scadenze indica che le ripercussioni della crisi debitoria internazionale hanno continuato a determinare la struttura dei flussi di capitali in questi paesi. Suddividendo per categorie di creditori, \$28 miliardi, vale a dire i due terzi dei nuovi prestiti complessivi accordati l'anno scorso a questi paesi, constano di fondi a lungo termine erogati da prestatori ufficiali (incluso il FMI); questa quota è doppia rispetto a quella degli anni anteriori alla crisi debitoria. La parte restante, ossia \$14 miliardi, consiste in un nuovo indebitamento verso le banche dichiaranti, per un totale di \$9 miliardi rispetto ai \$12 miliardi dell'anno precedente, e in altri afflussi di capitali privati per \$5 miliardi, principalmente sotto forma di crediti di fornitori e di prestiti da parte di istituzioni finanziarie al di fuori dell'area dichiarante BRI. La scomposizione del debito per scadenze indica che, come già nell'anno precedente, l'afflusso di fondi a lungo termine è stato parzialmente compensato dal rimborso di passività a breve. Ciò può essere attribuito in misura significativa alle operazioni di ristrutturazione del debito, che hanno prodotto, per il secondo anno consecutivo, un allungamento della scadenza media dell'indebitamento estero dei PVS non OPEC.

Il totale in essere del debito estero dei PVS non OPEC è aumentato di \$30 miliardi in termini di dollari correnti, cioè leggermente meno che nell'anno

precedente, portandosi a oltre \$ 600 miliardi. Si stima che gli esborsi totali per interessi siano aumentati di \$ 2 miliardi, passando a \$ 51 miliardi. Il tasso di interesse medio pagato sul debito estero è rimasto invariato nel 1984, nonostante un aumento di 1,5 punti percentuali nei tassi di interesse a sei mesi sull'eurodollaro. L'anno scorso è aumentata la quota del debito erogato da fonti ufficiali ad un costo relativamente basso, e molti paesi sono riusciti a negoziare termini più favorevoli sui crediti di prestatori privati, nel quadro dei prestiti normali ottenuti sui mercati internazionali del credito oppure delle operazioni di ristrutturazione del debito. Poiché al tempo stesso gli introiti per esportazioni dei PVS non OPEC sono aumentati considerevolmente, per il secondo anno consecutivo sono diminuiti gli esborsi per interessi in rapporto alle esportazioni di merci e servizi, passando dal 15% del 1982 al 13% del 1984. Naturalmente, queste cifre aggregate celano ampie differenze fra paesi ed aree. Tuttavia persino in America Latina, dove la quota media degli esborsi per interessi sulle esportazioni è sei volte quella dell'Asia, questa misura cruciale dell'onere del debito è diminuita di 2 punti percentuali nel 1984.

Lo stato del processo di aggiustamento nei PVS non OPEC. Tutti gli indicatori fondamentali mostrano un significativo progresso nel consolidamento della situazione debitoria internazionale nel 1984. La posizione aggregata delle partite correnti dei PVS non OPEC è considerevolmente migliorata, permettendo a molti paesi di allentare cautamente le politiche interne restrittive, di aumentare le importazioni e di rilanciare la crescita della produzione interna. Inoltre, si sono allentate le tensioni sulla liquidità, e gli afflussi di fondi nel complesso del gruppo hanno permesso un aumento sostanziale delle riserve ufficiali.

Tuttavia, questo quadro incoraggiante a livello aggregato è essenzialmente determinato dal successo delle dinamiche economie dell'Asia, che per il secondo anno consecutivo sono state in grado di aumentare la loro quota relativa sulla produzione e sul commercio mondiale. Negli altri paesi del gruppo, il raggiungimento di posizioni esterne sostenibili in molti casi non è ancora assicurato. In Africa ed in Medio Oriente molti paesi non sono riusciti a beneficiare in modo significativo della ripresa della domanda mondiale, e la persistente debolezza delle posizioni sull'estero non lascia spazio per stimolare la domanda interna. Analogamente, in America Latina la maggior parte del miglioramento ha avuto luogo in Brasile e Messico, mentre diversi paesi non hanno ancora attuato politiche di stabilizzazione interna. Infine, anche in Brasile ed in Messico, dove nei due anni scorsi ha avuto luogo uno spettacolare aggiustamento della posizione esterna, due elementi potrebbero mettere in pericolo il processo di consolidamento. In primo luogo, il notevole aumento delle esportazioni di questi due paesi è quasi per intero attribuibile all'espansione della domanda di importazioni degli Stati Uniti, così che un ulteriore progresso nell'aggiustamento esterno diverrebbe più difficile nel caso di un rallentamento dell'economia USA. In secondo luogo, poiché gli aggiustamenti degli squilibri interni non hanno tenuto il passo con i miglioramenti nelle posizioni verso l'estero, non sono ancora state poste le basi per una posizione esterna sostenibile.

Nei paesi OPEC il disavanzo aggregato delle partite correnti è diminuito, passando da \$ 21 miliardi nel 1983 a \$ 10 miliardi nel 1984. Il miglioramento è dovuto ad una diminuzione, di entità ancora maggiore, delle importazioni, ridottesi dell'11% in termini di volume, ovvero in misura solo leggermente inferiore a quella registrata l'anno precedente. Il valore delle esportazioni è diminuito per il quarto

anno consecutivo, passando dal massimo di \$ 300 miliardi del 1980 a solo \$ 173 miliardi nel 1984, in quanto alla flessione del 2,5% del volume si è aggiunto un calo nel valore unitario delle esportazioni. La contrazione in volume si è avuta nonostante un aumento dell'1,5% del consumo di petrolio a livello mondiale principalmente di riflesso al primo aumento nei consumi dei paesi industriali dopo il 1979, così che la quota dei paesi OPEC sull'offerta mondiale di petrolio è ulteriormente diminuita, passando al 30%.

La debolezza di fondo delle condizioni del mercato petrolifero nel 1984 ha comportato per i paesi OPEC medio-orientali a bassa capacità di assorbimento una diminuzione della produzione di greggio e un calo di esportazioni dell'ordine di \$ 5 miliardi. Allo stesso tempo, si stima che questi paesi abbiano ridotto le loro importazioni di \$ 9 miliardi ed abbiano diminuito il disavanzo corrente aggregato di \$ 4 miliardi, portandolo a \$ 3 miliardi. Anche gli altri paesi OPEC hanno ridotto le loro importazioni e, beneficiando di un modesto aumento delle entrate per esportazioni, nel 1984 sono riusciti a dimezzare il loro deficit di parte corrente, sceso a circa \$ 7 miliardi. Il miglioramento maggiore è stato conseguito dalla Nigeria, dove la combinazione di tagli alle importazioni e di più elevati introiti per esportazioni di petrolio ha fatto passare il saldo commerciale da un deficit di \$ 1,7 miliardi nel 1983 ad un attivo di oltre \$ 2 miliardi.

Il disavanzo nei paesi medio-orientali è stato finanziato in gran parte attraverso il ricorso alle riserve ufficiali, che sono diminuite approssimativamente di \$ 4,5 miliardi nel 1984. Per contro, negli altri paesi OPEC il miglioramento nella posizione delle partite correnti si è accompagnato ad un aumento delle riserve ufficiali di \$ 2,5 miliardi. Dato che la posizione dei pagamenti correnti è migliorata, i paesi OPEC in quanto gruppo sono divenuti nuovamente fornitori netti di fondi al sistema bancario internazionale. Dopo una diminuzione di \$ 23 miliardi nel 1983, lo scorso anno i paesi OPEC hanno aumentato la loro posizione attiva netta verso le banche dichiaranti di \$ 3,5 miliardi, di cui la maggior parte è dovuta a nuovi depositi da parte dei paesi che hanno registrato i più ampi incrementi nelle riserve ufficiali.

VI. I MERCATI INTERNAZIONALI DEL CREDITO E DEI CAPITALI

Aspetti salienti

Dopo due anni di contrazione, nel 1984 l'ammontare complessivo del nuovo credito negoziato sui mercati finanziari internazionali ha segnato un leggero aumento. Esso va ascritto integralmente alla forte espansione nel volume delle emissioni obbligazionarie internazionali, dato che non vi sono stati segni di accelerazione della crescita di fondo del credito bancario internazionale. Inoltre, la crescente partecipazione delle banche al mercato obbligazionario, non solo in veste di intermediarie, ma anche di emittenti e di investitrici, ha contribuito a rendere sempre più indeterminata la demarcazione tra i due mercati.

Si può stimare che, al netto delle duplicazioni contabili derivanti dal rideposito di fondi tra le stesse banche dichiaranti, lo scorso anno il nuovo credito internazionale accordato dalle banche dell'area dichiarante BRI sia ammontato a \$ 85 miliardi, cioè ad un importo pressoché uguale a quello del 1983. Per contro, il volume delle emissioni obbligazionarie internazionali, al netto dei rimborsi e dei riacquisti, si è accresciuto di oltre il 40%, salendo a circa \$ 84 miliardi. Escludendo le ingenti duplicazioni connesse alla sovrapposizione dei due mercati, il volume complessivo del nuovo credito può essere stimato in \$ 145 miliardi; questo importo supera di \$ 15 miliardi quello del 1983, ma rimane ben al disotto del precedente massimo di \$ 195 miliardi raggiunto nel 1981.

L'attività creditizia internazionale delle banche ha continuato ad essere caratterizzata da una spiccata "dicotomia" del mercato. Da un lato, le banche sono state riluttanti ad accrescere spontaneamente la loro esposizione nei confronti di determinati gruppi di paesi fortemente indebitati; dall'altro, data l'abbondante disponibilità di nuovi fondi, i mutuatari di qualità primaria dei paesi industriali e di un certo numero di paesi in via di sviluppo hanno potuto beneficiare di una situazione di mercato loro favorevole. Tuttavia, nella maggior parte dei paesi al di fuori dell'area dichiarante con facile accesso al credito bancario internazionale, la migliorata posizione esterna di parte corrente e le più caute politiche di indebitamento hanno raffrenato la domanda di fondi. Nonostante un cospicuo volume di crediti "non spontanei" concessi nel quadro degli schemi di finanziamento concertati sotto l'egida ufficiale, il nuovo credito totale erogato dalle banche ai paesi in via di sviluppo e ad altri paesi esterni all'area dichiarante si è rallentato e, sulla base del saldo fra attività e passività, questi paesi sono diventati per la prima volta forti erogatori netti di nuovi fondi alle banche dichiaranti. Pertanto, nel 1984 l'espansione del credito bancario internazionale ha rispecchiato prevalentemente i nuovi impieghi all'interno dell'area dichiarante, ed in particolare gli ampi afflussi di fondi negli Stati Uniti.

La straordinaria esuberanza dei mercati obbligazionari internazionali nel 1984 è dovuta ad una serie di fattori: l'accentuata curva ascendente dei rendimenti e, parallelamente all'attenuarsi dei timori circa l'inflazione, le aspettative di un regresso dei tassi di interesse a lungo termine; il carattere innovativo e flessibile dei mercati dei capitali; le misure di deregolamentazione, ed in particolare l'abolizione negli

Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime):
variazioni nelle posizioni creditorie sull'estero delle banche
ed emissioni obbligazionarie internazionali

	Flussi depurati degli effetti di cambio ¹					Consi- stenza a fine 1984
	1980	1981	1982	1983	1984	
	miliardi di dollari USA					
Credito internazionale totale delle banche dichiaranti ²	241,1	264,8	180,3	105,2	125,4	2.153,2
meno: duplicazioni contabili derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante	81,1	99,8	85,3	20,2	40,4	888,2
A = Incremento netto del credito bancario internazionale ³	160,0	165,0	95,0	85,0	85,0	1.265,0
Emissioni di euobbligazioni e di obbligazioni estere . .	39,4	49,0	71,7	73,5	107,7	.
meno: rimborsi e riacquisti	11,4	12,5	13,2	14,5	23,7	.
B = Incremento netto del finanziamento internazionale mediante obbligazioni	28,0	36,5	58,5	59,0	84,0	410,0
A + B = Incremento del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni	188,0	201,5	153,5	144,0	169,0	1.675,0
meno: duplicazioni contabili ⁴	8,0	6,5	8,5	14,0	24,0	85,0
Incremento netto del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni	180,0	195,0	145,0	130,0	145,0	1.590,0

¹ I crediti bancari in monete diverse dal dollaro sono convertiti a tassi di cambio costanti di fine trimestre, le obbligazioni non denominate in dollari a tassi di cambio di metà mese. ² Sino al 1983, l'area dichiarante include le banche situate nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Lussemburgo, Austria, Danimarca e Irlanda, nonché filiali *offshore* di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. A partire dal 1984 l'area dichiarante comprende altresì Finlandia, Norvegia e Spagna, nonché le banche non statunitensi che effettuano operazioni di credito internazionale nelle Bahamas, Isole Cayman, Hong Kong e Singapore, tutti gli stabilimenti bancari *offshore* nel Bahrain e tutte le banche *offshore* operanti nelle Antille Olandesi. ³ Oltre ai crediti diretti concessi ad utilizzatori finali, queste stime comprendono alcune posizioni interbancarie: anzitutto, crediti verso banche esterne all'area dichiarante, ipotizzandosi che queste banche "periferiche" nella maggior parte dei casi non mutuino fondi dalle banche dei centri finanziari al semplice fine di ridepositarli presso altre banche di questi centri; in secondo luogo, crediti verso banche entro l'area dichiarante, nella misura in cui queste convertono i fondi in moneta nazionale e/o li utilizzano per la concessione di crediti diretti in valuta estera a soggetti residenti non bancari; in terzo luogo, gran parte dei crediti in valuta verso le banche del paese di emissione della moneta di cui trattasi, per esempio crediti in dollari di banche a Londra verso banche negli Stati Uniti; anche in questo caso si ipotizza che le banche mutuatari raccolgano i fondi soprattutto per fini interni e non li riprestino ad altre banche all'estero; viene fatta tuttavia una deduzione per i saldi operativi e voci analoghe. ⁴ Obbligazioni acquisite dalle banche dichiaranti, nella misura in cui figurano nelle statistiche bancarie come crediti verso non residenti; obbligazioni emesse dalle banche dichiaranti soprattutto al fine di contribuire al finanziamento della propria attività di credito internazionale.

Stati Uniti della ritenuta alla fonte sui redditi percepiti dai non residenti sui titoli USA; un certo calo del grado di sicurezza relativa attribuito ai depositi bancari – in seguito a problemi connessi all'esposizione creditizia sia all'interno sia all'estero – che ha comportato per alcuni importanti mutuatari sovrani la possibilità di raccogliere fondi sui mercati finanziari a condizioni più favorevoli di quelle praticate dalle banche; infine, la preferenza delle banche stesse per le attività negoziabili e per il finanziamento a più lungo termine.

Oltre a descrivere gli andamenti correnti, questo capitolo passa in rassegna i cambiamenti strutturali avutisi nell'intermediazione finanziaria internazionale in un'ottica di più lungo periodo; esamina i mercati delle operazioni bancarie e dei titoli denominati in ECU, in rapidissima crescita negli ultimi due anni; infine, considera la situazione debitoria internazionale, ponendo in rilievo i progressi compiuti lo scorso anno, ma sottolineando anche i problemi ed i pericoli che tuttora permangono.

L'andamento dell'attività bancaria internazionale nel 1984

L'evoluzione degli aggregati complessivi. L'accelerazione nella crescita delle attività lorde sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI, da \$ 105 miliardi nel 1983 a \$ 125 miliardi lo scorso anno, osservabile nella tabella che segue, è stata più apparente che reale; essa è derivata dall'ampliamento del campo di rilevazione statistica dei dati sull'attività bancaria internazionale (si veda la nota 2 della tabella di pagina 118). Escludendo gli effetti di questa estensione, l'incremento risulta pressoché identico a quello del 1983 e molto più lento che negli anni precedenti. Le stime relative al nuovo credito internazionale netto accordato dalle banche dichiaranti alla BRI, che indicano un uguale incremento di \$ 85 miliardi sia per il 1983 che per il 1984, risentono meno di questa variazione statistica, poiché tenevano già parzialmente conto delle precedenti lacune nel campo di rilevazione. Nondimeno, in termini percentuali la crescita di fondo del credito bancario internazionale pare essersi rallentata, passando dall'8,5% nel 1983 al 7% lo scorso anno.

Dal lato delle attività bancarie, il ritmo di crescita relativamente debole è dovuto esclusivamente all'andamento delle operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante. Il nuovo credito concesso a questi paesi, già ridottosi fortemente negli

Configurazione dell'attività bancaria internazionale; 1980-84

Voci	Attività					Passività				
	1980	1981	1982	1983	1984	1980	1981	1982	1983	1984
flussi depurati degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA										
Posizioni sull'estero verso:										
1. paesi esterni all'area dichiarante	68,2	65,7	39,4	27,6	15,6	52,4	16,5	-11,4	1,2	34,0
2. banche all'interno dell'area dichiarante . .	135,6	160,7	107,6	64,6	99,4	161,4	155,2	97,7	80,2	104,5
3. soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante	30,6	31,0	18,3	5,8	11,2	22,3	49,8	27,7	23,5	13,1
4. non classificate	6,7	7,4	15,0	7,2	- 0,8	6,1	16,2	16,7	5,9	- 1,1
Totale posizioni sull'estero .	241,1	264,8	180,3	105,2	125,4	242,2	237,7	130,7	110,8	150,5
Posizioni sull'interno in valuta:										
5. interbancarie	62,0	51,3	36,4	11,8	13,6	53,4	48,4	39,1	14,6	14,0
6. verso soggetti non bancari	20,7	19,4	12,1	10,9	11,5	5,5	5,3	6,8	2,0	5,6
Totale posizioni sull'interno .	82,7	70,7	48,5	22,7	25,1	58,9	53,7	45,9	16,6	19,6
Totale stimato del credito bancario internazionale netto*	160,0	165,0	95,0	85,0	85,0	160,0	165,0	95,0	85,0	85,0

Nota: A partire dalla fine del 1983 l'area dichiarante è stata ampliata, includendo anche le banche situate in Finlandia, Norvegia, Spagna, Bahrain e Antille Olandesi, nonché le banche operanti nelle Bahamas, Isole Cayman, Hong Kong e Singapore. A partire da quella data, pertanto, i primi cinque paesi figurano per la prima volta nell'area dichiarante, mentre gli altri quattro centri di mercato summenzionati (per i quali in precedenza erano disponibili solo i dati relativi alle filiali di banche USA) facevano già parte dell'area dichiarante.

* Somma delle poste 1, 3 e 6 e di parte delle poste 2 e 4.

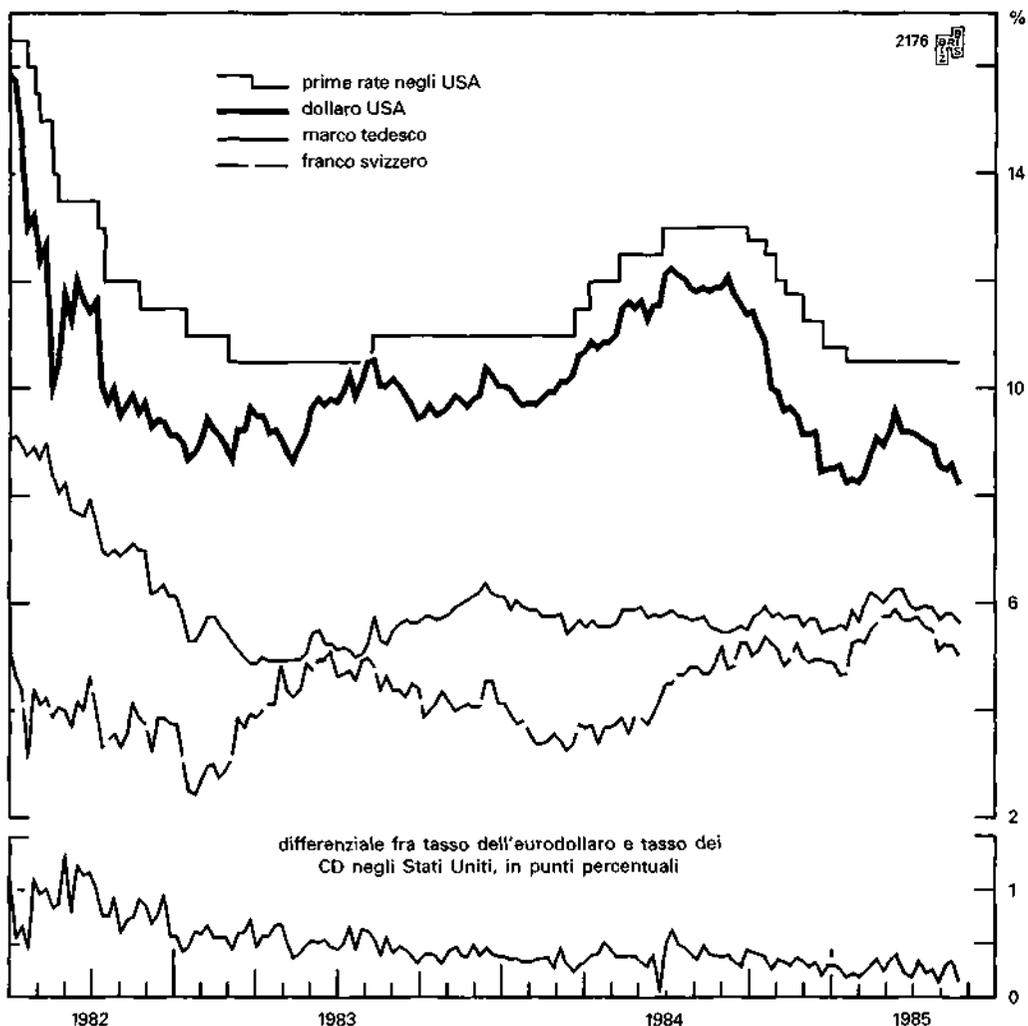
anni precedenti, è ulteriormente calato a \$15,6 miliardi, una cifra che equivale a meno di un quarto dell'importo per il 1980. Così come nel 1982 e nel 1983, il rallentamento ha rispecchiato la riluttanza delle banche ad accrescere la loro esposizione verso alcuni gruppi di paesi, nonché il ridotto fabbisogno di finanziamento esterno, le più prudenti politiche di indebitamento e la preferenza per il ricorso al mercato finanziario da parte di altri paesi.

Dal lato delle fonti del mercato gli andamenti sono stati esattamente opposti. Le passività delle banche dichiaranti verso i paesi esterni all'area dichiarante stessa, che dopo un calo di \$11,4 miliardi nel 1982 erano aumentate solo di poco nel 1983, hanno segnato un balzo in avanti di \$34 miliardi lo scorso anno. L'aumento nei nuovi depositi affluiti da questi paesi è dovuto in parte al miglioramento delle bilance dei pagamenti di alcuni importanti paesi debitori ed al connesso incremento di riserve ufficiali. Ma esso ha certamente rispecchiato anche un deflusso di capitali privati, indotto sia dagli elevati tassi di interesse del dollaro, sia dalla tendenza al rialzo della moneta americana sui mercati dei cambi.

Questi andamenti hanno comportato che lo scorso anno le banche dichiaranti, contrariamente al loro tradizionale ruolo di incanalamento dei flussi netti di capitali dai principali paesi industriali verso il resto del mondo, sono diventate prenditrici nette di fondi dai paesi dell'area esterna nella misura di \$18,5 miliardi. Nel 1981 esse erano state fornitrici nette per un importo di \$49 miliardi. Questa inversione di flusso, di ampiezza pari a \$67,5 miliardi, ha in gran parte rispecchiato l'impatto della crisi debitoria internazionale e delle sue varie ramificazioni sulla configurazione dei flussi internazionali di capitali. In passato, gli unici due anni in cui le banche erano state prenditrici nette di fondi dall'area esterna, sebbene in misura molto più modesta che lo scorso anno, erano stati il 1974 e il 1979, allorché, a seguito degli incrementi di prezzo del petrolio, il flusso dei nuovi depositi era stato dilatato dagli investimenti delle eccedenze dei paesi OPEC. Nel 1984, invece, questi paesi hanno accresciuto solo di poco i loro depositi presso le banche dichiaranti.

L'immagine speculare del rallentamento del credito ai paesi esterni all'area dichiarante è stata la crescita dei fondi bancari internazionali assorbiti all'interno della stessa area dichiarante, saliti a \$70 miliardi. I crediti diretti identificati a soggetti non bancari esteri nell'ambito dell'area dichiarante sono passati dal livello insolitamente basso di \$5,8 miliardi del 1983 a \$11,2 miliardi, che tuttavia rappresentano ancora solo un terzo circa dell'ammontare registrato nel 1980-81. Inoltre, l'accelerazione è dovuta ad un aumento da \$1,3 a 10,2 miliardi dei nuovi crediti esterni verso soggetti non bancari statunitensi, cosicché quelli verso i residenti di altri paesi entro l'area dichiarante sono ammontati solo a \$1 miliardo; nel 1980, ad esempio, essi erano stati pari a \$28 miliardi. Le principali ragioni di questa drastica contrazione dei nuovi crediti ai soggetti non bancari al di fuori degli Stati Uniti sono state probabilmente: la debolezza della domanda di credito delle imprese di riflesso ai migliorati margini di profitto; l'attività di investimento relativamente poco sostenuta e l'ampia disponibilità di fondi interni; il ridotto fabbisogno del settore pubblico a seguito della migliorata posizione di bilancia dei pagamenti, nonché di un maggiore ricorso ai mercati finanziari. Va tuttavia notato che, in contrasto con la virtuale assenza di flussi di credito verso soggetti non bancari esteri diversi dai residenti degli Stati Uniti, lo scorso anno i nuovi crediti locali in eurovalute a residenti non bancari — parimenti compresi nelle stime sul

Tassi interbancari a tre mesi sui depositi eurovalutari, differenziali e "prime rate" negli Stati Uniti



Nota: I tassi interbancari ed i differenziali sono basati sui dati di metà settimana.

volume netto del credito bancario internazionale – si sono mantenuti a livelli abbastanza sostenuti, probabilmente perché più strettamente connessi con il finanziamento del commercio estero. Essi sono ammontati a \$ 11,5 miliardi (cfr. la seconda parte della tabella di pagina 119), risultando inferiori solo del 45% al precedente massimo del 1980. L'accelerazione dello scorso anno nel credito esterno a soggetti non bancari statunitensi va vista alla luce di una domanda interna di credito relativamente sostenuta negli Stati Uniti e di un livello dei tassi di interesse sull'eurodollaro relativamente basso rispetto a quelli interni.

Nel 1984 la più ampia variazione dal lato delle attività esterne delle banche dichiaranti si è avuta, come di consueto, nella posizione creditoria verso le banche di altri paesi all'interno dell'area dichiarante, aumentata di \$ 99,4 miliardi. Questa posta è ottenuta come cifra residuale sottraendo dal totale delle posizioni creditorie

esterne nell'ambito dell'area dichiarante i crediti identificati verso i soggetti non bancari e comprende una forte componente di duplicazione che viene eliminata ai fini di una stima dell'ammontare netto del credito bancario internazionale in essere. Tuttavia essa contiene anche un cospicuo volume di crediti non identificati a soggetti non bancari e di attività verso istituzioni finanziarie, quali gli istituti di finanziamento del commercio estero e le banche di investimento, che dal punto di vista delle statistiche sull'euromercato dovrebbero in realtà essere considerate come utilizzatori finali di fondi bancari internazionali. Inoltre, queste posizioni interbancarie includono un considerevole ammontare di crediti erogati alle banche, come quelle statunitensi non comprese tra le *International Banking Facilities* (IBF), che impiegano i fondi per crediti sull'interno in moneta nazionale. Anche in questo caso, dal punto di vista delle statistiche sull'euromercato, le banche vanno considerate come utilizzatori finali di fondi. Per il 1984 si può stimare che, su un totale di \$99,4 miliardi di posizioni creditorie "interbancarie", poco più di \$45 miliardi abbiano avuto come contropartita crediti ad utilizzatori finali, mentre il residuo, insieme a \$13,6 miliardi di crediti interbancari locali, va considerato come attività interbancaria connessa con l'erogazione di crediti finali che, essendo già compresa altrimenti nelle statistiche, può essere tralasciata nella stima del volume complessivo del credito. Nel predetto importo di \$45 miliardi la principale componente singola è rappresentata dai crediti concessi alle banche statunitensi che hanno impiegato i fondi per espandere il credito sull'interno.

Alquanto diversi sono stati gli andamenti all'interno dell'area dichiarante dal lato delle fonti del mercato. Il volume dei nuovi depositi affluiti alle banche da soggetti non bancari esteri nell'ambito della stessa area dichiarante sono scesi da \$23,5 miliardi nel 1983 a \$13,1 miliardi. Tuttavia, questo rallentamento è dovuto ad un'inversione, per \$22 miliardi, nella posizione degli operatori non bancari statunitensi. Nel 1983 essi avevano incrementato di \$16,7 miliardi i loro depositi presso le banche dichiaranti, mentre nel 1984 li hanno ridotti per un ammontare di \$5,5 miliardi. Tali prelievi si sono peraltro concentrati nel secondo e terzo trimestre, e vanno probabilmente collegati in parte alle difficoltà incontrate da un'importante banca americana; ciò pare aver indotto gli investitori a ritenere che i loro depositi sarebbero stati meglio protetti dal sistema ufficiale statunitense di garanzia qualora essi fossero stati detenuti presso le banche situate negli Stati Uniti. Insieme alla forte accelerazione nel ricorso al credito, questa inversione di flusso dal lato dei depositi ha fatto sì che lo scorso anno il settore non bancario statunitense - dopo aver fornito al mercato complessivamente \$15,4 miliardi di nuovi fondi nel 1983 - sia diventato lo scorso anno prenditore netto per un ammontare all'incirca uguale. Questo capovolgimento di \$31 miliardi nella posizione creditoria del settore non bancario statunitense nei confronti dell'euromercato rappresenta indubbiamente uno dei più importanti fattori all'origine della straordinaria forza del dollaro nel 1984.

I nuovi depositi esterni in eurovalute di residenti non bancari di altri paesi dichiaranti si sono accresciuti notevolmente lo scorso anno, passando da \$6,8 miliardi nel 1983 a \$18,6 miliardi. La maggior parte dell'incremento ha interessato la componente in dollari, di riflesso alla duplice attrattiva degli alti tassi di interesse e della sostenutezza del dollaro sui mercati dei cambi. Vi è stato altresì un aumento, da \$2 a 5,6 miliardi, nei nuovi depositi in eurovalute affluiti alle banche da residenti locali.

Gli sviluppi nei singoli centri di mercato. Per quanto concerne il ruolo dei singoli centri di mercato, dalla tabella seguente si può rilevare che la più rapida espansione degli aggregati bancari lordi nel 1984 è dovuta in buona parte alla accelerazione, da \$41,8 a 73,5 miliardi, nella crescita delle posizioni creditorie esterne delle banche nell'area dichiarante europea. Gli andamenti nei singoli paesi presentano peraltro marcate differenze. Nel Regno Unito, il maggiore centro di mercato, la crescita delle attività esterne si è ulteriormente rallentata, passando da oltre \$27,1 miliardi nel 1983 a \$24,7 miliardi nel 1984, pari circa al 30% del livello raggiunto nel 1981. La principale ragione di questo andamento è stata la contrazione nelle posizioni internazionali delle affiliate londinesi di banche USA nel terzo e quarto trimestre, a seguito delle difficoltà incontrate da una grande banca americana. In alcuni altri grossi centri di mercato europei, per contro, le attività sull'estero hanno segnato un'espansione notevole nel 1984, passando da \$1,2 a 8,1 miliardi in Francia e da \$5,2 a 18 miliardi nel Belgio-Lussemburgo. Anche le banche in Germania e nei Paesi Bassi, che nei due precedenti anni si erano astenute dall'ampliare le loro attività internazionali, hanno registrato consistenti aumenti, rispettivamente di \$7,5 e 3,1 miliardi. Le attività sull'estero delle banche in Svizzera

Andamenti nei singoli paesi dichiaranti; 1981-84

Banche in:	Flussi a tassi di cambio costanti di fine trimestre								Consistenze a fine 1984	
	Attività				Passività				Attività	Passività
	1981	1982	1983	1984	1981	1982	1983	1984		
	miliardi di dollari USA									
Regno Unito	79,5	39,5	27,1	24,7	78,7	48,8	33,2	35,8	489,3	531,5
Francia	9,1	10,5	1,2	8,1	14,9	7,6	1,9	6,6	141,5	138,4
Lussemburgo	6,2	5,8	1,4	7,3	4,1	3,9	0,3	5,8	85,6	79,5
Belgio	8,8	1,1	3,8	10,7	9,8	2,6	6,5	12,6	68,3	80,1
Germania	7,4	-0,1	-0,2	7,5	1,5	-0,4	-2,0	5,4	64,2	57,6
Paesi Bassi	7,4	0,2	-0,4	3,1	4,6	1,1	-3,5	0,7	56,5	52,4
Svizzera	5,1	2,1	2,5	2,3	2,8	-2,6	-0,2	1,0	62,8	33,7
Italia	6,4	-1,0	2,0	3,0	4,4	-4,3	3,9	6,7	36,7	49,5
Altri paesi europei dichiaranti ¹	4,0	4,9	4,4	6,8	5,2	4,7	4,1	9,4	66,2	85,7
Totale paesi europei dichiaranti	133,9	63,0	41,8	73,5	126,0	61,4	44,2	84,0	1.061,1	1.108,4
IBF negli Stati Uniti	63,4	81,2	28,1	16,8	48,3	77,1	31,6	17,7	188,6	174,0
Altre banche negli Stati Uniti	12,2	25,9	5,4	-2,3	-9,9	-8,7	17,1	13,3	221,0	150,7
Totale banche negli Stati Uniti	75,6	107,1	33,5	14,5	38,4	68,4	48,7	31,0	409,6	324,7
Canada	2,7	0,9	3,5	2,1	18,0	-3,5	3,9	1,6	43,3	63,0
Giappone	20,7	8,0	18,6	22,0	21,7	0,8	7,5	23,8	126,9	127,0
Altri paesi dichiaranti ²	31,9	1,3	7,8	13,3	33,6	3,6	6,5	10,1	512,3	494,9
Totale	264,8	180,3	105,2	125,4	237,4	130,7	110,8	150,5	2.153,2	2.118,0

¹ Compresa, fino al 1983, Austria, Danimarca, Irlanda, Svezia e, dal 1984, anche Finlandia, Norvegia e Spagna.

² Compresa, fino al 1983, le filiali di banche USA situate nelle Bahamas, nelle Isole Cayman, a Panama, ad Hong Kong ed a Singapore. A partire dal 1984 questa voce comprende anche le banche non statunitensi situate in questi centri di mercato (escluso Panama), nonché tutti gli stabilimenti bancari *offshore* nel Bahrain e tutte le banche *offshore* operanti nelle Antille Olandesi.

hanno registrato un'espansione di \$ 2,3 miliardi, ma questa cifra non include i fondi da queste incanalati sul mercato internazionale attraverso i conti fiduciari, il cui ammontare nel 1984 può essere stimato in quasi \$ 10 miliardi.

Sulla base del saldo fra attività e passività, le banche nel Regno Unito ed in Italia hanno accresciuto notevolmente la loro posizione debitoria netta sull'estero, rispettivamente di \$ 11,1 e 3,7 miliardi. Nel Regno Unito ciò può aver rispecchiato in larga misura l'impiego di fondi esteri da parte delle banche per investimenti in titoli internazionali a più lungo termine non compresi nei dati dell'attività bancaria segnalati per il Regno Unito. Le banche nei Paesi Bassi e in Germania sono state le maggiori esportatrici nette di fondi.

Al di fuori dell'Europa, lo scorso anno l'espansione delle attività sull'estero delle banche negli Stati Uniti, che aveva raggiunto un totale di \$ 107,1 miliardi nel 1982, il primo anno intero di operatività delle IBF, si è ulteriormente rallentata, scendendo a \$ 14,5 miliardi. Questa espansione è dovuta ad un incremento di entità ancora maggiore nelle posizioni delle IBF, che hanno continuato ad espandersi ad un ritmo del 10% circa. Le attività esterne convenzionali, per contro, si sono ridotte di \$ 2,3 miliardi, e ciò rappresenta la prima flessione dopo lo smantellamento del programma di restrizioni alla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti nel 1974. Poiché l'aumento delle passività sull'estero delle banche USA ha superato quello delle attività, la loro posizione creditoria esterna netta – già contrattasi di \$ 15,2 miliardi nel 1983 – ha segnato un'ulteriore flessione di \$ 16,5 miliardi; ciononostante essa ammontava ancora a \$ 85 miliardi a fine 1984.

In termini di tassi di incremento, la più forte espansione delle attività sull'estero nei maggiori centri di mercato è stata quella registrata dalle banche in Giappone (21%); oltre la metà di questo incremento ha interessato le attività in yen, accresciutesi ad un ritmo del 42%, in parte per effetto delle misure di liberalizzazione adottate nell'aprile 1984. Poiché le passività sull'estero sono aumentate in misura ancora maggiore, nel 1984 le banche in Giappone, in netto contrasto con il settore non bancario, sono state importatrici nette di fondi esteri per un ammontare di \$ 1,8 miliardi.

L'accelerazione nella crescita delle attività sull'estero degli "Altri paesi dichiaranti", che appare nella tabella, va ascritta all'ampliamento del campo di rilevazione statistica. In precedenza questa posta comprendeva solo le operazioni delle filiali di banche USA nei maggiori centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente, mentre la nuova serie statistica include le posizioni di tutte le banche operanti in questi centri *offshore* (ad esclusione di Panama) ed inoltre quelle degli stabilimenti *offshore* nel Bahrain e nelle Antille Olandesi.

L'andamento delle operazioni delle banche dichiaranti con i paesi esterni all'area dichiarante. Nel 1984, un aspetto di rilievo nell'attività delle banche dichiaranti con i paesi esterni all'area è stato l'ulteriore rallentamento, da \$ 8,1 miliardi nel 1983 a \$ 3,6 miliardi, nell'espansione del credito ai paesi non OPEC dell'America Latina, che rappresentavano in precedenza il più importante gruppo di mutuatari dell'area esterna. Per giunta, tale crescita è stata considerevolmente inferiore ai nuovi fondi – pari a \$ 10,5 miliardi – che questi paesi hanno ottenuto dalle banche dichiaranti nel quadro degli schemi di finanziamento patrocinati dal FMI; ciò implica che vi è stata una riduzione compensativa di altri crediti bancari. Nonostante il loro limitato

Operazioni delle banche dichiaranti con singoli gruppi di PVS non OPEC; 1977-84

	Flussi stimati a tassi di cambio costanti di fine trimestre								Consistenze a fine 1984
	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984*	
	miliardi di dollari USA								
Attività									
America Latina . . .	5,1	14,7	23,2	27,3	30,5	12,2	8,1	3,6	211,0
Medio Oriente . . .	0,1	1,2	1,2	2,1	2,3	1,7	0,1	0,4	15,5
Africa	0,9	3,1	2,7	2,0	2,0	1,7	0,3	0,2	18,7
Asia	3,5	3,8	8,2	7,6	5,1	4,2	3,4	4,6	84,1
Totale	9,6	22,8	35,3	39,0	39,9	19,8	11,9	8,8	329,3
Passività									
America Latina . . .	2,5	8,1	5,0	-1,0	4,8	-1,8	5,9	11,5	68,5
Medio Oriente . . .	2,9	3,3	1,7	2,7	1,4	1,9	-0,9	-1,4	20,3
Africa	1,3	0,6	1,8	0,7	0,5	-0,8	0,2	1,0	9,6
Asia	4,4	2,6	3,8	1,5	2,7	5,6	5,1	10,7	72,1
Totale	11,1	14,6	12,3	3,9	9,4	4,9	10,3	21,8	170,5

* Dal 1984 il campo di rilevazione dei dati è stato ampliato e comprende le variazioni nelle posizioni delle banche situate in Finlandia, Norvegia, Spagna, Bahrain e Antille Olandesi, nonché di tutte le banche operanti nelle Bahamas, Isole Cayman, Hong Kong e Singapore.

ricorso al nuovo credito bancario internazionale, questi paesi hanno accresciuto di \$ 11,5 miliardi i loro depositi presso le banche dichiaranti, contro i \$ 5,9 miliardi del 1983. Pertanto, sulla base del saldo tra attività e passività, i paesi non OPEC dell'America Latina, che nel 1980 erano stati prenditori netti di nuovi fondi dalle banche dichiaranti per un importo di \$ 28 miliardi, lo scorso anno sono stati erogatori netti nella misura di \$ 8 miliardi. La maggior parte dei nuovi depositi effettuati da questi paesi rispecchia probabilmente il forte incremento di riserve ufficiali conseguito lo scorso anno da alcuni dei maggiori paesi mutuatari dell'America Latina.

Per quanto riguarda i singoli paesi latino-americani, il Brasile è stato il mutuatario di gran lunga maggiore, avendo ottenuto \$ 4,7 miliardi di nuovi fondi dalle banche dichiaranti. Questo importo è peraltro inferiore di quasi \$ 2 miliardi all'ammontare dei crediti ricevuti da questo paese nel quadro degli schemi di finanziamento concertati a livello ufficiale. I depositi del Brasile presso le banche dichiaranti hanno segnato un aumento di \$ 5,6 miliardi, ossia di quasi il 50%, a fronte di un incremento di oltre \$ 7 miliardi nelle riserve valutarie ufficiali di questo paese. L'indebitamento bancario del Messico si è accresciuto solo di \$ 0,7 miliardi, nonostante i prelievi per \$ 3 miliardi nel quadro degli schemi di finanziamento ufficiali, il che indica, come nel caso del Brasile, che vi è stata una consistente riduzione di altri crediti bancari. Nondimeno, lo scorso anno i depositi del Messico presso le banche dichiaranti sono aumentati di ben \$ 4,8 miliardi. Sulla base delle attività meno passività, tra i paesi dell'America Latina il solo importante prenditore netto di nuovi fondi è stato il Cile, che ha ottenuto \$ 0,8 miliardi interamente nel quadro degli schemi di finanziamento concertati sotto l'egida ufficiale, riducendo in pari tempo i suoi depositi di \$ 0,2 miliardi. D'altra parte, le banche hanno notificato una riduzione di \$ 1 miliardo nella loro posizione creditoria verso l'Argentina, che non ha ottenuto nuovi fondi nel quadro dei predetti schemi di finanziamento ufficiali.

Le attività delle banche verso i paesi in via di sviluppo (PVS) non OPEC al di fuori dell'America Latina si sono accresciute di \$ 5,2 miliardi, cioè di un importo leggermente superiore a quello del 1983, ma questa "accelerazione" potrebbe derivare dall'ampliamento del campo di rilevazione nel nuovo sistema di segnalazione. Le attività verso i paesi dell'Asia sono aumentate di \$ 4,6 miliardi, mentre i crediti nei confronti dei paesi del Medio Oriente e di quelli africani hanno segnato solo un aumento modesto. Tuttavia, nell'ambito di questi tre gruppi di paesi solo quelli medio-orientali sono stati prenditori netti di fondi, avendo attinto \$ 1,4 miliardi dai loro depositi presso le banche dichiaranti. Per contro, i PVS asiatici ed africani hanno incrementato i loro depositi, rispettivamente di \$ 10,7 e 1 miliardo.

Gli aggregati bancari relativi ai paesi non OPEC del Medio Oriente sono stati fortemente influenzati dalle operazioni con Israele, che ha ridotto di \$ 1,7 miliardi

Flussi tra le banche dichiaranti alla BRI¹ e gruppi di paesi esterni all'area dichiarante; 1978-84. Stime

Posizione delle banche dichiaranti verso:	Flussi a tassi di cambio costanti di fine trimestre							Consistenze a fine 1984
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	
	miliardi di dollari USA							
Paesi OPEC²								
attività	16,7	7,2	7,0	4,2	8,2	9,6	- 0,6	105,5
passività	3,2	37,4	41,9	3,2	-18,2	-13,5	3,1	140,6
posizione netta ³	13,5	-30,2	-34,9	1,0	26,4	23,1	- 3,7	-35,1
<i>per memoria:</i>								
riserve in valuta ⁴	-14,6	15,5	14,1	- 1,9	-11,7	- 9,4	- 3,4	56,1
saldo delle partite correnti	5,0	61,0	110,5	53,0	-15,0	-19,5	- 8,0	.
PVS non OPEC								
attività	22,8	35,3	39,0	39,9	19,8	11,9	8,8	329,3
passività	14,6	12,3	3,9	9,4	4,9	10,3	21,8	170,5
posizione netta ³	8,2	23,0	35,1	30,5	14,9	1,6	-13,0	158,8
<i>per memoria:</i>								
riserve in valuta ⁴	11,3	8,6	- 1,7	- 0,1	- 2,5	8,5	15,3	82,8
saldo delle partite correnti	-27,5	-43,0	-65,0	-78,5	-61,0	-32,5	-20,5	.
Altri paesi sviluppati								
attività	5,7	7,5	15,4	16,8	16,0	7,4	7,5	89,7
passività	8,7	7,0	5,7	3,8	- 0,1	1,5	4,8	30,3
posizione netta ³	- 3,0	0,5	9,7	13,0	16,1	5,9	2,7	59,4
<i>per memoria:</i>								
riserve in valuta ⁴	6,5	3,2	1,3	- 1,5	1,2	2,5	- 0,8	14,3
saldo delle partite correnti	- 7,5	- 7,5	-16,5	-25,0	-24,0	-14,5	-13,5	.
Europa orientale								
attività	5,7	7,2	6,8	4,8	- 4,6	- 1,3	- 0,1	47,9
passività	1,7	4,7	0,9	0,1	2,0	2,9	4,3	22,2
posizione netta ³	4,0	2,5	5,9	4,7	- 6,6	- 4,2	- 4,4	25,7

Nota: in questa tabella la classificazione per gruppi di paesi è stata imposta dalla struttura delle serie statistiche sull'euromercato e differisce quindi da quelle impiegate nei Capitoli V e VII. Ciò vale in particolare per il gruppo "Altri paesi sviluppati" in cui sono compresi solo i paesi esterni all'area dichiarante.

¹ Sino alla fine del 1983 l'area dichiarante della BRI comprendeva le banche situate in Austria, Belgio-Lussemburgo, Canada, Danimarca, Francia, Germania, Giappone, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia, Svizzera e le filiali *offshore* di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. A partire dalla fine del 1983 l'area dichiarante comprende anche le banche in Finlandia, Norvegia e Spagna, nonché le banche non statunitensi partecipanti alle operazioni di credito internazionale nelle Bahamas, Isole Cayman, Hong Kong e Singapore, tutti gli stabilimenti bancari *offshore* nel Bahrain e tutte le banche *offshore* operanti nelle Antille Olandesi. Di conseguenza, i primi tre paesi non sono più compresi tra gli "Altri paesi sviluppati", mentre il Bahrain non figura più tra i "Paesi OPEC", tranne che per le posizioni delle banche situate negli Stati Uniti. ² Compresi anche il Bahrain (sino alla fine del 1983), Brunei, Oman, Trinidad e Tobago. ³ Il segno negativo (-) equivale a depositi netti. ⁴ A tassi di cambio correnti.

i propri depositi presso le banche dichiaranti, diminuendo al tempo stesso di \$0,6 miliardi la propria posizione debitoria. Il solo importante mutuatario è stato l'Egitto, che ha ottenuto \$0,7 miliardi di nuovi crediti. In Asia, i principali prenditori di nuovi fondi sono stati la Corea del Sud (\$1,8 miliardi), la Cina (\$1,4 miliardi), la Thailandia e l'India (\$0,8 miliardi ciascuno). La Cina ha anche accresciuto di \$2,8 miliardi i propri depositi, ampliando ulteriormente la sua ingente posizione creditoria netta nei confronti delle banche dichiaranti, sebbene questo andamento si sia in parte invertito nell'ultimo trimestre dell'anno, allorché questo paese ha accresciuto il proprio ricorso al credito, riducendo in pari tempo i propri depositi. Il più importante erogatore di fondi alle banche dichiaranti è stato tuttavia Taiwan, che ha aumentato di \$5,5 miliardi i propri depositi, riducendo contemporaneamente il proprio debito di \$0,8 miliardi. Di conseguenza, nel 1984 la sua posizione creditoria netta verso le banche dichiaranti si è più che raddoppiata, salendo a \$11,4 miliardi.

Lo scorso anno anche le posizioni delle banche dichiaranti verso i paesi OPEC hanno registrato una notevole inversione di flusso (cfr. la tabella della pagina precedente). Dopo aver erogato nuovi fondi per \$9,6 miliardi nel 1983, lo scorso anno le banche hanno ridotto di \$0,6 miliardi le loro attività verso questi paesi. Nello stesso tempo, si è avuto un afflusso di nuovi depositi dai paesi OPEC per \$3,1 miliardi, mentre nel 1983 si erano registrati prelievi per \$13,5 miliardi; ciò ha prodotto complessivamente una variazione di quasi \$27 miliardi nella posizione netta, che può essere spiegata solo in parte dalla riduzione di \$11,5 miliardi nel disavanzo aggregato di parte corrente di questi paesi. Peraltro, gli andamenti nei singoli gruppi di paesi OPEC presentano notevoli differenze. I paesi del Medio Oriente a bassa capacità di importazione hanno ridotto sia i loro depositi sia il loro indebitamento. Per contro, i paesi medio-orientali ad elevato assorbimento interno hanno accresciuto di \$1,7 miliardi il loro indebitamento, riducendo contemporaneamente di \$1,8 miliardi i propri depositi. Tra gli altri paesi, il Venezuela, che ha continuato a presentare una discreta eccedenza di parte corrente, è stato un cospicuo fornitore netto di nuovi fondi alle banche dichiaranti, avendo accresciuto di \$2,9 miliardi i propri depositi e rimborsato \$1,7 miliardi di debiti verso le banche. L'Indonesia ha agito sia da fornitore sia da prenditore di nuovi fondi, in entrambi i casi nella misura di circa \$1 miliardo.

Le posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso i paesi dell'Europa orientale — che erano diminuite in misura sostanziale nella scia dei problemi di servizio del debito incontrati dalla Polonia — lo scorso anno hanno segnato una flessione solo marginale. Nello stesso tempo questi paesi, che hanno conseguito un ulteriore aumento del saldo attivo aggregato di parte corrente, hanno continuato ad aumentare i propri depositi presso le banche dichiaranti. La loro posizione debitoria netta verso le banche dichiaranti è pertanto ancora diminuita di \$4,4 miliardi, scendendo a \$25,7 miliardi a fine 1984, rispetto ai \$45,5 miliardi del 1981. Le attività verso la Polonia, ulteriormente calate di \$1,4 miliardi, si sono portate a \$9 miliardi, probabilmente in buona parte per effetto della cancellazione di debiti e del trasferimento di attività dalle banche ad istituzioni nazionali del settore pubblico garanti per tali crediti. Il principale paese mutuatario è stato l'Unione Sovietica, che ha ottenuto \$1,5 miliardi di nuovi fondi, ma ha anche incrementato di un importo analogo i propri depositi. La Repubblica Democratica Tedesca ha effettuato depositi per \$1,5 miliardi, ottenendo nuovi crediti solo per \$0,4 miliardi.

I paesi sviluppati esterni all'area dichiarante, che hanno continuato a presentare ampi disavanzi esterni correnti, hanno costituito, insieme ai paesi non OPEC del Medio Oriente, il solo importante gruppo di mutuatari netti al di fuori dell'area dichiarante, avendo ottenuto \$7,5 miliardi di nuovi fondi, a fronte di un aumento di \$4,8 miliardi dei loro depositi. I principali beneficiari di nuovi crediti sono stati l'Australia (\$3,5 miliardi), la Grecia (\$1,2 miliardi) e la Nuova Zelanda (\$1 miliardo), mentre il Portogallo (\$1 miliardo) e la Nuova Zelanda (\$0,9 miliardi) sono stati i maggiori depositanti.

I mercati obbligazionari internazionali

Dopo diversi anni di crescita ininterrotta, nel 1984 l'attività di emissione sui mercati obbligazionari internazionali è ulteriormente aumentata di ben il 46,5%, raggiungendo un totale di \$107,7 miliardi. E' questo il più alto tasso di crescita registrato fin dalle origini del mercato stesso. L'espansione è stata particolarmente pronunciata nel secondo semestre dell'anno, allorché i tassi di interesse a lungo termine si sono mossi verso il basso, e si è concentrata soprattutto nel settore delle emissioni obbligazionarie in eurodollari, il cui volume è balzato da \$35,7 miliardi nel 1983 a \$64,3 miliardi. Per il resto, essa ha interessato prevalentemente i comparti minori del mercato obbligazionario internazionale, ed in particolare quelli della sterlina, del dollaro canadese, dell'ECU e dello yen. Per contro, si è contratta la quota del settore in euromarchi, nonché quella dei mercati delle emissioni estere negli Stati Uniti e in Svizzera; in questi due ultimi casi il volume delle nuove emissioni è risultato persino inferiore a quello del 1983 (cfr. la tabella della pagina seguente).

In virtù del suo volume di attività, il settore delle euroobbligazioni in dollari è stato il principale beneficiario della generale preferenza per i titoli sui mercati finanziari internazionali, nonché della proliferazione di strumenti innovativi. Se da un lato gli alti tassi di interesse sul dollaro, la curva positiva dei rendimenti, le decrescenti aspettative inflazionistiche e la solidità del dollaro hanno rappresentato una forte attrattiva per gli investitori, il ritorno su vasta scala dei mutuatari statunitensi, soprattutto a seguito dell'abolizione negli Stati Uniti della ritenuta fiscale sui redditi dei non residenti da investimenti in titoli USA, ha contribuito a dare impulso all'offerta di obbligazioni. Anche le società giapponesi hanno accresciuto il loro ricorso al mercato delle euroobbligazioni in dollari, attratte dalle varie innovazioni da esso offerte.

Data la persistenza di pronunciate incertezze sull'evoluzione dei tassi di interesse statunitensi a più lungo termine, il 1984 si è caratterizzato per l'ingente volume di emissioni di *notes* a tasso fluttuante (FRN), balzato da \$15,9 a 34,4 miliardi. La liquidità di questo strumento, nonché l'elevata affidabilità degli emittenti, hanno esercitato un forte richiamo su una vasta gamma di investitori. Le banche stesse, per accrescere la negoziabilità del loro attivo e per ragioni di redditività, pare abbiano assorbito quasi il 50% delle nuove emissioni di questi titoli, traendo vantaggio dalla forte inclinazione della curva dei rendimenti nel segmento più a breve del mercato.

La concorrenza tra le banche nelle nuove emissioni è stata forte, e il settore delle FRN ha soddisfatto le esigenze di una vasta gamma di mutuatari, con

Emissioni obbligazionarie internazionali¹

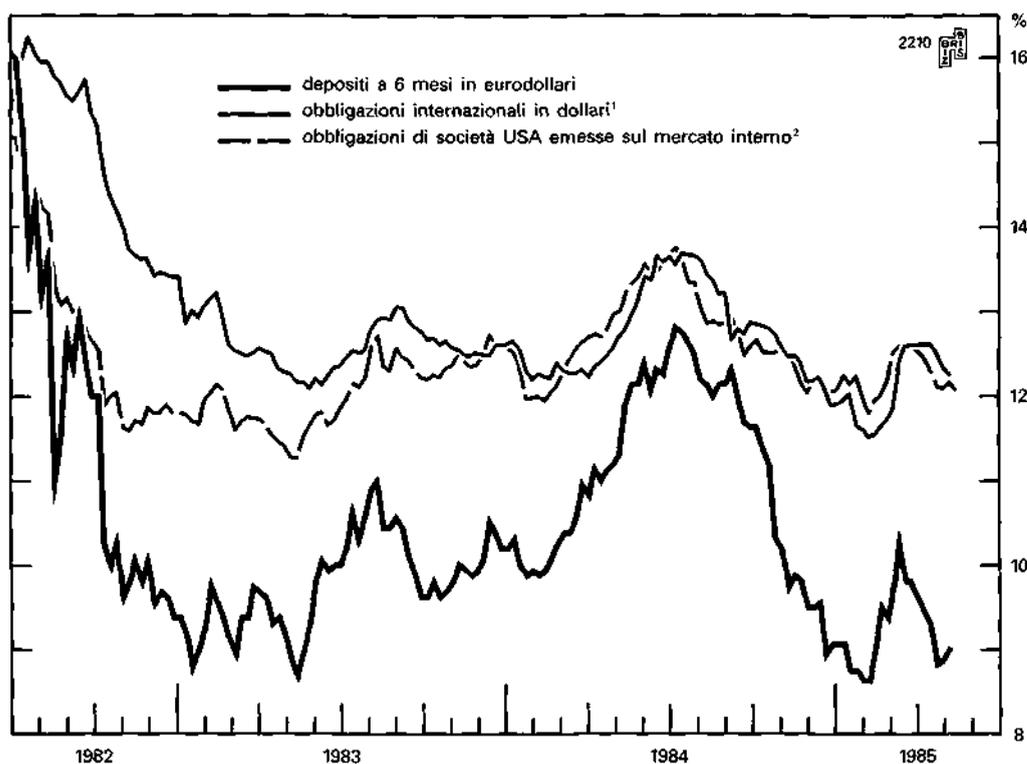
Aree o paesi mutuatari	Anni	Emissioni euroobbligazionarie			Emissioni estere		
		Totale	di cui		Totale	di cui	
			dollari USA	marchi tedeschi		negli Stati Uniti	in Svizzera
milioni di dollari USA							
Europa occidentale . . .	1981	7.650	5.230	880	5.390	640	3.070
	1982	16.550	12.690	1.930	5.250	780	2.350
	1983	22.770	16.630	2.410	6.700	1.360	2.490
	1984	33.310	26.370	2.160	7.190	2.180	2.130
	1985/I	10.830	8.270	800	1.000	200	580
Canada	1981	5.500	4.550	130	5.450	4.310	870
	1982	6.920	5.600	100	4.440	2.700	1.330
	1983	3.840	2.660	360	2.910	1.630	1.220
	1984	4.490	2.650	180	1.760	450	1.040
	1985/I	1.930	1.330	60	190	150	40
Stati Uniti	1981	6.050	5.890	30	700		700
	1982	13.020	12.340	530	1.790		1.470
	1983	6.070	5.680	220	1.240		1.180
	1984	23.100	21.210	540	1.460		1.220
	1985/I	8.570	7.210	40	480		480
Altri paesi sviluppati ² . .	1981	3.460	2.730	230	2.820	100	2.360
	1982	3.860	3.050	480	5.740	400	4.440
	1983	6.060	4.760	830	8.300	530	7.140
	1984	13.080	10.450	1.270	8.450	150	7.180
	1985/I	4.830	3.670	340	1.680	—	1.550
Resto del mondo	1981	2.330	2.080	90	1.120	440	90
	1982	2.820	2.510	210	520	—	200
	1983	1.680	1.510	160	630	—	100
	1984	2.040	1.810	30	990	—	170
	1985/I	1.770	1.650	30	260	—	50
Istituzioni internazionali	1981	2.490	1.700	40	6.030	2.070	1.200
	1982	3.280	2.490	—	7.460	2.150	1.530
	1983	6.070	4.500	60	7.270	1.220	1.370
	1984	4.220	1.800	140	7.580	1.000	1.380
	1985/I	1.610	900	30	2.440	600	420
Totale delle emissioni collocate	1981	27.480	22.180	1.400	21.510	7.560	8.290
	1982	46.450	38.680	3.250	25.200	6.030	11.320
	1983	46.490	35.740	4.040	27.050	4.740	13.500
	1984	80.240	64.290	4.320	27.430	3.780	13.120
	1985/I	29.540	23.030	1.300	6.050	950	3.120

¹ Dati basati su fonti OCSE, esclusi i certificati di deposito. ² Australia, Giappone, Nuova Zelanda e Sudafrica.

condizioni di mercato sempre più favorevoli agli emittenti. Oltre che a svolgere il ruolo di investitrici ed intermediarie, le banche stesse hanno continuato ad essere le maggiori mutuatrici su questo mercato, servendosi di esso per rafforzare la loro base di capitale. Anche gli operatori pubblici hanno aumentato il loro ricorso a questa forma di indebitamento, non solo per soddisfare il proprio fabbisogno corrente, ma anche per sostituirla al più costoso debito bancario. In effetti, questa forma di ristrutturazione si è intensificata nel corso dell'anno in presenza di condizioni sempre più vantaggiose per i mutuatari: oltre alla tendenza a sostituire i tassi basati sul Libor con più bassi saggi di riferimento, vi è stata una riduzione delle commissioni, le scadenze si sono allungate fino a comprendere alcune notes

Tassi di interesse sui depositi in eurovalute e rendimenti delle obbligazioni
in dollari USA sui mercati interni e internazionali

Dati di metà settimana, in percentuale



¹Società industriali, rendimenti in relazione alla scadenza originale media. ²Obbligazioni societarie aaa, rendimenti in relazione alla vita residua.

"irredimibili", e sono state introdotte nuove forme di opzione, adattate alle specifiche esigenze dei mutuatari e degli investitori.

Il settore delle obbligazioni in eurodollari a tasso fisso – che ha parimenti segnato una forte espansione, da \$ 17,4 a 27,2 miliardi – ha tratto notevole sostegno dall'impiego delle tecniche di *swap*, dove la contropartita è rappresentata solitamente dai crediti consorziali basati sul Libor. Le banche, in particolare, sono state pronte a servirsi di questi *swaps* sui tassi di interesse per assicurarsi fondi a lungo termine a tassi inferiori al Libor. In aggiunta, il comparto delle obbligazioni a tasso fisso ha beneficiato del crescente uso di *swaps* di valuta e di *warrants*. Nella seconda metà dell'anno hanno fatto la loro ricomparsa sul mercato le emissioni a cedola zero, grazie al loro favorevole trattamento fiscale in alcuni paesi e al fatto che un'ampia parte di esse rappresenta il corrispondente, in forma di obbligazioni al portatore, dei titoli del Tesoro USA. D'altra parte, le emissioni obbligazionarie collegate in vario modo alle azioni sono state piuttosto una caratteristica del primo semestre dell'anno, durante il quale le principali borse valori hanno mostrato un andamento sostenuto.

La forte espansione del mercato delle obbligazioni in eurodollari si contrappone ad un ulteriore rallentamento delle emissioni estere negli Stati Uniti.

Emissioni obbligazionarie internazionali per tipo di strumenti¹

Voci	1981	1982	1983	1984					1985
				anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre	primo trimestre
miliardi di dollari USA									
Emissioni totali	49,0	71,7	73,5	107,7	26,0	21,6	24,6	35,5	35,6
di cui:									
emissioni ordinarie a tasso fisso ²	37,2	57,7	49,6	62,4	13,4	12,1	15,2	21,7	19,9
notes a tasso fluttuante	7,4	11,4	15,9	34,4	8,6	6,4	7,6	11,8	13,0
obbligazioni convertibili	4,4	2,6	8,0	10,9	4,0	3,1	1,8	2,0	2,7

¹ Dati basati su fonti OCSE esclusi tuttavia i certificati di deposito. ² Compresa le obbligazioni a cedola zero e i collocamenti privati.

Esso è imputabile alla tendenza delle due categorie di mutuatari tradizionalmente più importanti sul mercato statunitense – le istituzioni internazionali e le società canadesi – a soddisfare una maggiore quota del loro fabbisogno di finanziamento in monete diverse dal dollaro.

Questa tendenza ad una crescente diversificazione per monete è stata comune anche ad altri gruppi di mutuatari, ma si è imbattuta in una certa riluttanza da parte degli investitori per quanto concerne le emissioni in marchi tedeschi ed in franchi svizzeri. La domanda di strumenti denominati in queste due monete è stata negativamente influenzata dal loro rendimento relativamente basso e dalla sostenutezza del dollaro. D'altra parte, considerazioni di tasso di interesse e/o di cambio hanno dato impulso all'attività di emissione nei settori della sterlina, dell'ECU, del dollaro canadese e dello yen. L'aumento è stato particolarmente pronunciato per le emissioni in sterline (\$ 2,6 miliardi) e in yen (\$ 2 miliardi); queste ultime hanno beneficiato dei vari provvedimenti di liberalizzazione introdotti dalle autorità giapponesi nel corso dell'anno.

Per quanto concerne la nazionalità dei mutuatari, il dato saliente del 1984 è stato il ritorno massiccio degli operatori statunitensi sul mercato obbligazionario internazionale. Dopo aver dimezzato il loro ricorso al mercato nel 1983, lo scorso anno essi hanno infatti più che triplicato il volume delle loro emissioni. La raccolta di nuovi fondi, pari a \$ 24 miliardi, da parte di questi mutuatari, per lo più sotto forma di emissioni in eurodollari, ha rappresentato quasi un quarto del volume totale delle emissioni e si è in larga misura concentrata nel secondo semestre dell'anno, a seguito dell'abolizione della ritenuta fiscale del 30% negli Stati Uniti. \$ 2 miliardi hanno rappresentato titoli collocati all'estero dal Tesoro USA, e ulteriori \$ 6 miliardi sono consistiti in obbligazioni, prevalentemente FRN, emesse da banche americane allo scopo di rafforzare la loro base di capitale. Nel caso degli emittenti giapponesi, che lo scorso anno sono stati il secondo maggiore gruppo di mutuatari, i \$ 16 miliardi di nuove emissioni hanno rappresentato un aumento del 43% rispetto al 1983. Anche se le società giapponesi hanno continuato a servirsi delle emissioni convertibili, segnatamente sul mercato svizzero, come principale canale per la raccolta di fondi sul mercato finanziario internazionale, il loro ricorso al settore dell'eurodollaro si è basato in gran parte su altre tecniche, ed in particolare su *swaps* in valute, per le quali le banche giapponesi hanno fornito un mercato efficiente.

Benché i mutuatari di Stati Uniti e Giappone abbiano svolto un ruolo preminente nell'espansione complessiva del mercato, anche quelli di altre nazionalità hanno accresciuto significativamente il loro ricorso alle emissioni obbligazionarie internazionali. In alcuni paesi, come Svezia e Danimarca, il principale incentivo è stata la rinegoziazione a condizioni più favorevoli del debito in essere verso le banche, segnatamente attraverso l'emissione di FRN. Un altro importante fattore è consistito nella politica delle banche di vari paesi tesa ad allungare la struttura per scadenze delle loro passività denominate in dollari. Le banche in Francia e nel Regno Unito, in particolare, hanno contribuito rispettivamente per quasi il 45 e il 60% al totale delle obbligazioni internazionali emesse dai residenti di questi due paesi. Al di fuori dell'area dell'OCSE, l'accesso al mercato è stato essenzialmente limitato alle istituzioni internazionali e ad alcuni paesi asiatici, come la Corea del Sud e la Malaysia, che hanno tratto vantaggio dall'ampliamento del mercato delle emissioni di FRN.

Nel primo trimestre del 1985 l'attività di emissione sul mercato obbligazionario internazionale, pur risentendo a tratti delle pronunciate incertezze circa il tasso di interesse e di cambio, è proseguita sui livelli eccezionalmente elevati raggiunti negli ultimi mesi del 1984. La forte crescita delle emissioni delle società giapponesi, l'ulteriore massiccio ricorso al mercato da parte delle società statunitensi e un'ondata di operazioni di rifinanziamento del debito sotto forma di emissioni di FRN sono stati i principali fattori propulsivi. L'attività nel settore delle euroobbligazioni si è fortemente concentrata sul dollaro, sebbene in termini percentuali il maggiore incremento (55%) sia stato registrato dalle emissioni in euroyen, favorite dalle ulteriori misure di liberalizzazione adottate dalle autorità giapponesi nel dicembre 1984. La tendenza alla deregolamentazione è proseguita nel 1985 con l'abolizione, a decorrere da aprile, della ritenuta alla fonte del 20% dovuta dagli emittenti giapponesi di obbligazioni in euroyen sugli interessi corrisposti a investitori non residenti; con la riapertura da parte delle autorità francesi del mercato delle emissioni in eurofranchi agli inizi di aprile; e con l'allentamento, in maggio, delle norme sull'emissione di obbligazioni internazionali in marchi, nonché l'autorizzazione di nuovi strumenti del mercato finanziario (come le FRN e le obbligazioni a cedola zero) in Germania.

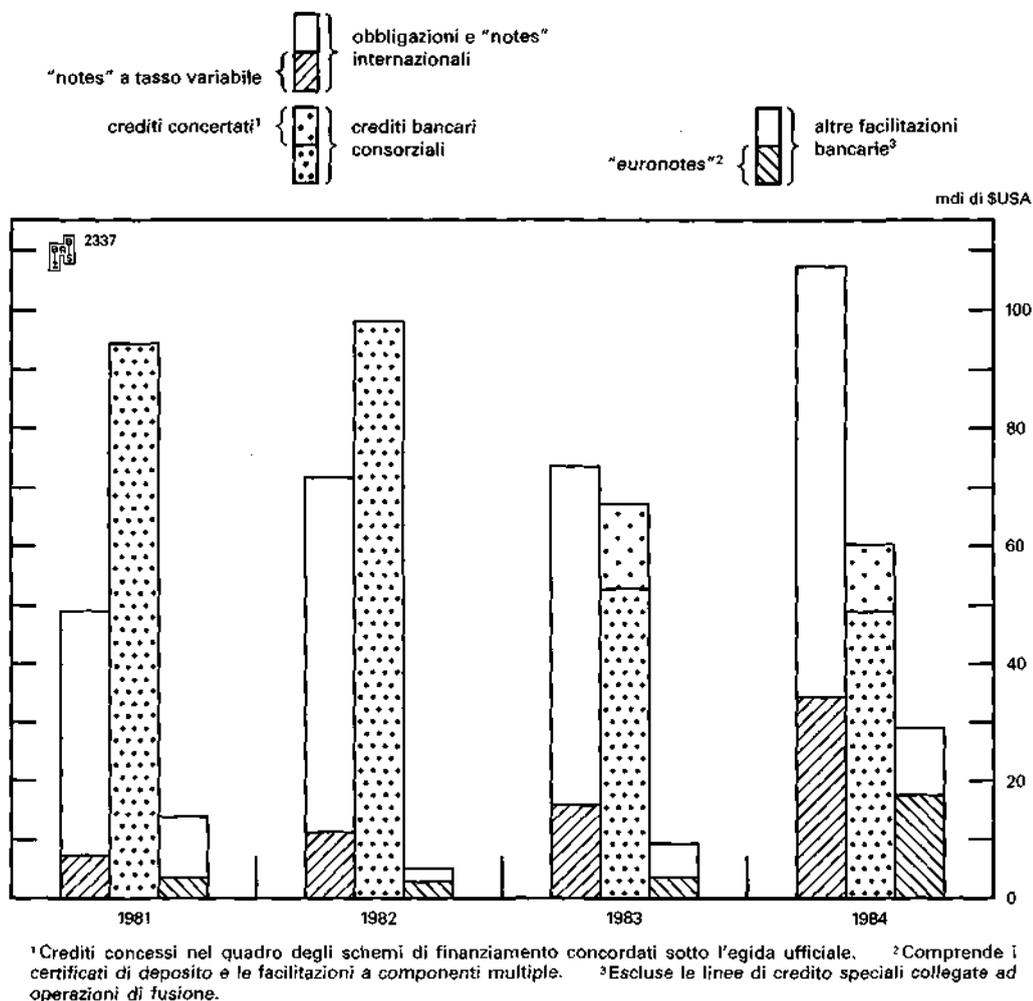
I cambiamenti nella struttura dei mercati finanziari internazionali

Oltre alle ampie variazioni nella distribuzione geografica dei flussi internazionali di capitali, una caratteristica di spicco negli sviluppi finanziari internazionali degli ultimi anni, divenuta particolarmente evidente nel 1984, è costituita dai cambiamenti nella composizione e nelle forme dell'intermediazione finanziaria. Le principali componenti di questa evoluzione sono state: una perdita di importanza delle forme più tradizionali del credito bancario internazionale, come i prestiti consorziali; il corrispondente maggiore ruolo assunto dai mercati mobiliari; la proliferazione di innovazioni finanziarie e l'accresciuta incidenza delle operazioni fuori bilancio — come le facilitazioni e le garanzie in appoggio all'emissione di titoli — quale fonte di reddito per le banche; e, per effetto di questi sviluppi, la maggiore indeterminatezza della demarcazione tra il mercato del credito bancario e i mercati finanziari, tra i mercati interni e quelli internazionali e tra gli intermediari finanziari e la loro clientela.

Il grafico seguente illustra gli aspetti quantitativi di alcuni di questi sviluppi. Esso mostra la straordinaria espansione dei mercati obbligazionari, dove il volume delle nuove emissioni si è più che raddoppiato tra il 1981 e il 1984, passando da meno di \$ 50 a quasi \$ 108 miliardi, mentre l'ammontare del nuovo credito bancario consorziale è sceso da \$ 95 a 60 miliardi. Nello stesso periodo le nuove facilitazioni concesse dalle banche in appoggio ad emissioni di titoli si sono più che raddoppiate, salendo da \$ 14 a 29 miliardi.

Inoltre è cambiata anche la composizione di ciascuno di questi tre aggregati. Per quanto concerne il mercato obbligazionario, le emissioni di FRN sono balzate da \$ 7,5 a 34,5 miliardi, venendo a rappresentare quasi un terzo del volume complessivo delle emissioni nel 1984. Per giunta, una quota assai ampia di obbligazioni a tasso fisso è stata sostituita dagli emittenti originari, soprattutto banche, con strumenti a tasso fluttuante. Nell'ambito del minore volume di nuovi prestiti consorziali, una parte consistente (oltre \$ 10 miliardi nel 1984) è

Evoluzione della struttura del mercato finanziario internazionale; 1981-84



rappresentata dalle linee di credito accordate nel quadro dello schema di ristrutturazione sotto il patrocinio ufficiale. Inoltre, se si considera la crescente tendenza dei mutuatari nei paesi industriali a sostituire anticipatamente rispetto alla scadenza il debito in essere verso le banche con strumenti negoziabili del mercato finanziario, il volume dei nuovi prestiti consorziali relativo al 1984 sovrastima gli incrementi effettivi del credito bancario internazionale. Infine, per quanto riguarda le facilitazioni in appoggio all'emissione di titoli, praticamente l'intera espansione netta dal 1981 ha riguardato strumenti relativamente nuovi, come le *note issuance facilities* (NIF), le *revolving underwriting facilities* (RUF) e le facilitazioni a componenti multiple. E' invece diminuita l'importanza relativa degli strumenti più convenzionali, come le accettazioni e le linee di credito in appoggio all'emissione di carta commerciale.

Il grafico non può tuttavia evidenziare alcuni altri aspetti dell'evoluzione strutturale e dell'innovazione, come ad esempio la crescente complessità e diversificazione degli strumenti impiegati, l'importanza sempre maggiore dei contratti standardizzati a termine in eurovalute e delle opzioni di valuta e di tasso di interesse, la contrazione del mercato interbancario come fonte di finanziamento dell'attività creditizia internazionale delle banche e la crescente penetrazione dei mercati finanziari nazionali ed internazionali.

Le precedenti Relazioni annuali avevano esaminato alcuni di questi sviluppi, illustrando il modo in cui diverse tecniche specifiche avevano influito sulle dimensioni e sulla struttura dei mercati del credito e dei capitali. Le pagine che seguono offrono una breve rassegna, in un'ottica di più lungo periodo, dei fattori che hanno contribuito ai vari cambiamenti strutturali ed alle innovazioni, delineandone le implicazioni globali per il processo di intermediazione finanziaria internazionale e per la politica economica.

La crisi debitoria può essere considerata come il punto di svolta negli sviluppi recenti sui mercati finanziari internazionali. Essa ha comportato il virtuale arresto nell'espansione dei crediti spontanei erogati a mutuatari sovrani, sotto forma di prestiti consorziali, per un certo numero di paesi in via di sviluppo. Al tempo stesso, l'azione di aggiustamento intrapresa da diversi paesi con buona affidabilità ha ridotto la loro domanda di credito bancario. Inoltre, a seguito delle rinegoziazioni del debito e delle erogazioni non spontanee nel quadro degli schemi di finanziamento concertati sotto l'egida ufficiale, le banche si sono trovate con importanti componenti dell'attivo immobilizzate e quindi di fronte all'esigenza di ottenere finanziamenti a più lungo termine in contropartita di esse. Pertanto le banche hanno sensibilmente ridotto il volume delle loro operazioni di prestito consorziale e, in pari tempo, hanno modificato le loro tecniche di provvista, facendo minore ricorso al mercato interbancario e incrementando corrispondentemente le emissioni di FRN a più lungo termine o di obbligazioni a tasso fisso che potevano poi essere convertite in titoli a tasso fluttuante.

Nello stesso tempo, la competitività ed il potenziale di intermediazione delle banche hanno risentito negativamente della percezione di un indebolimento della loro struttura di bilancio a causa delle difficoltà collegate a determinati crediti sull'interno e sull'estero. Ciò ha determinato un comportamento più selettivo degli investitori non bancari, che hanno in parte ristrutturato i loro portafogli a scapito dei depositi bancari ed a favore di titoli emessi da mutuatari di comprovata

affidabilità. Alcuni dei maggiori emittenti, come la Svezia, hanno a loro volta tratto vantaggio da condizioni di mercato particolarmente favorevoli ai mutuatari ed hanno ridotto l'onere in termini di interessi attraverso operazioni di rifinanziamento comportanti una contrazione del loro indebitamento diretto presso le banche.

La crisi debitoria ha inoltre coinciso con una serie di sviluppi macroeconomici internazionali che hanno influito sulla struttura dell'intermediazione finanziaria. Alcuni di essi, come il venir meno dei saldi attivi dei paesi OPEC e la comparsa di ampie eccedenze finanziarie in Europa e in Giappone, hanno agito sulla forma e sulla direzione dei flussi finanziari internazionali. Mentre gli investitori dei paesi OPEC avevano mostrato una preferenza per i depositi bancari, in Europa e in Giappone l'interesse degli investitori, specie quelli istituzionali, si è concentrato sui titoli negoziabili, spesso a causa di vincoli istituzionali e della migliore corrispondenza di questi strumenti alla struttura per scadenze delle loro passività. Al tempo stesso, la comparsa di ingenti disavanzi di bilancio negli Stati Uniti e il conseguente fabbisogno del settore pubblico hanno avuto la tendenza a "spiazzare" i mutuatari privati dal mercato interno, spostando il loro finanziamento verso il mercato eurobligazionario, dove hanno trovato assai favorevole accoglienza.

Un altro fattore macroeconomico importante è stato l'aumento dell'instabilità dei tassi di interesse e dei cambi. Ciò ha indotto le istituzioni finanziarie a far corrispondere più strettamente la struttura dell'attivo e del passivo dei loro bilanci, attraverso l'emissione di FRN o il ricorso a *swaps* di tassi di interesse e di valute. Inoltre, l'attenzione delle banche si è rivolta in misura crescente ai mercati dei *futures*, alle opzioni e ad altri strumenti, come le contrattazioni a termine, in grado di offrire una copertura altrettanto efficace contro il rischio di una sfavorevole evoluzione dei tassi di interesse e di cambio. Più in generale, all'instabilità dei tassi va in gran parte attribuita la crescente diffusione di tipi assai complessi di obbligazioni che offrono opzioni implicite ai mutuatari ed agli investitori, differenziate a seconda dei rischi che essi intendono coprire o sopportare. Infine, altri sviluppi macroeconomici di portata generale, come la graduale flessione delle aspettative inflazionistiche e dei tassi di interesse a lungo termine, nonché la forte inclinazione positiva della curva dei rendimenti, hanno parimenti contribuito alla vigorosa espansione dei mercati delle emissioni, specie nel comparto delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso.

Nondimeno, la crisi debitoria e gli sviluppi macroeconomici da soli non bastano a spiegare i mutamenti strutturali dei mercati finanziari internazionali. Il calo di importanza dell'intermediazione bancaria diretta a favore di un maggior ricorso ai titoli, comune anche ai mercati nazionali, va ricondotto a fattori più profondi che riflettono i cambiamenti nel quadro normativo e nel contesto concorrenziale, destinati probabilmente a perdurare al di là dell'attuale favorevole clima del mercato. Quasi tutti i mercati nazionali con diramazioni internazionali vi sono stati coinvolti, anche se questi cambiamenti sono stati assai differenti da paese a paese. In alcuni casi essi sono consistiti in riduzioni fiscali, in altri nell'abolizione di vincoli valutari, in altri ancora nella scomparsa di tradizionali distinzioni tra i tipi di operazioni consentite alle differenti categorie di intermediari finanziari. Queste misure di liberalizzazione e deregolamentazione hanno avuto diverse conseguenze sulla natura delle operazioni che le banche ed i soggetti non bancari intendono, o possono effettuare. Esse hanno comportato, in particolare, una maggiore

concorrenza tra le istituzioni finanziarie ed una conseguente riduzione dei margini di intermediazione per i mutuatari di maggiore affidabilità.

Una delle conseguenze prodotte da questi cambiamenti sui mercati finanziari è stata che le autorità di vigilanza hanno invitato le banche a tenere in più attenta considerazione i coefficienti di capitale proprio, e ad effettuare maggiori accantonamenti a fronte di prestiti di dubbia esigibilità. In considerazione dell'elevato costo del capitale azionario, le banche hanno ottemperato a tale invito in modi diversi; dal lato del passivo, facendo ricorso a prestiti subordinati emessi prevalentemente sotto forma di FRN, che sono state sottoscritte soprattutto da altre banche; dal lato dell'attivo, ristrutturando il loro portafoglio a favore di operazioni soggette a vincoli meno stringenti, come le poste fuori bilancio nella forma di impegni di firma e facilitazioni in appoggio alle emissioni di titoli, nonché riducendo la loro esposizione verso determinati gruppi di mutuatari, in taluni casi cedendo parte del loro portafoglio prestiti.

Le implicazioni di questi cambiamenti nei mercati dei capitali sono molteplici. La più importante, dal punto di vista della politica economica, è l'accresciuta integrazione dei mercati: in particolare, tra i mercati nazionali e gli euromercati, tra i mercati creditizi e quelli finanziari, e tra i mercati nelle diverse monete. Per effetto della maggiore sostituibilità che questa integrazione ha comportato, è possibile che l'efficacia delle politiche e la precisione di taluni strumenti di politica a livello micro- e macroeconomico si siano indebolite.

Una seconda importante implicazione è l'attenuarsi delle distinzioni, sul piano sia istituzionale sia operativo, tra le diverse categorie di intermediari finanziari. In alcuni paesi le banche hanno esteso la loro attività ad alcuni campi, come la sottoscrizione di titoli, che non rientravano nel loro tradizionale ambito operativo. Analogamente, le opzioni concesse dalle banche alla loro clientela equivalgono ad una forma di assicurazione. In seguito a questi sviluppi, è mutata la natura dei rischi sostenuti da singoli gruppi di operatori del mercato, specie nel caso delle banche, così come è cambiata la distribuzione di tali rischi. Ad esempio, per quanto concerne talune facilitazioni in appoggio ad emissioni, le banche non incorrono più in un rischio di insolvenza, chiaramente individuabile in termini di esposizione in bilancio. Il rischio che la banca possa essere chiamata ad attivare l'impegno assunto è in funzione di un eventuale cambiamento nell'affidabilità di credito del mutuatario e/o di un ampliamento del differenziale di tasso di interesse che quest'ultimo dovrebbe accordare al mercato. Inoltre la sottoscrizione connessa ad alcuni fra i nuovi strumenti implica rischi correlati al mercato, la cui gestione è per certi aspetti alquanto diversa da quella richiesta nell'attività bancaria tradizionale.

Siffatti cambiamenti nella natura e nella distribuzione dei rischi vanno accolti con favore nella misura in cui i rischi medesimi ricadano in definitiva sui soggetti maggiormente in grado di valutarli e sopportarli. Tuttavia, la più serrata concorrenza tra gli intermediari finanziari, la compressione dei margini di profitto, il carattere innovativo ed assai intricato di alcuni di questi nuovi strumenti e la conseguente perdita di trasparenza dei mercati potrebbero far sorgere nuovi pericoli. E' quanto mai importante che le banche centrali e le autorità di vigilanza sorvegliano attentamente questi molteplici cambiamenti nelle strutture e negli strumenti dei mercati finanziari, fornendo opportuni criteri-guida o adottando all'occorrenza provvedimenti preventivi.

Il ruolo dell'ECU nell'attività bancaria internazionale

Dopo un lento avvio verso la fine degli anni settanta, l'impiego dell'ECU come unità di conto nelle operazioni finanziarie internazionali è aumentato rapidamente negli ultimi tre anni. Indubbiamente, in termini di posizioni in essere, la proporzione delle attività denominate in ECU sul totale del credito internazionale è ancora piuttosto modesta. A fine 1984, le posizioni creditorie in ECU delle banche europee dichiaranti, pari a \$ 28 miliardi, ammontavano a meno del 2,5% del totale delle loro attività in valuta sull'interno e sull'estero. Analogamente, nel segmento del mercato dei capitali a più lungo termine, a fine 1984 il volume complessivo delle emissioni obbligazionarie in ECU, equivalente a circa \$ 6 miliardi, raggiungeva poco più del 2% del totale in essere delle euroobbligazioni. Tuttavia, nonostante queste cifre relativamente modeste, vi sono diverse ragioni per cui l'impiego dell'ECU come unità di conto nelle operazioni finanziarie internazionali non vada considerato alla semplice stregua di una curiosità istituzionale.

In primo luogo, il mercato dell'ECU rappresenta ormai uno dei più importanti settori del mercato eurobancario. Le attività delle banche europee dichiaranti, denominate in ECU, sebbene alquanto più modeste delle posizioni eurovalutarie in dollari USA, marchi tedeschi e franchi svizzeri, superano già di un ammontare considerevole le attività eurovalutarie in sterline, in franchi francesi ed in fiorini olandesi. Sul mercato euroobbligazionario, il totale in essere delle emissioni in ECU a fine 1984 superava quello di qualsiasi altra moneta, ad esclusione del dollaro USA, del marco, della sterlina e del dollaro canadese.

In secondo luogo, se raffrontato al rallentamento nella crescita complessiva del credito bancario internazionale, lo sviluppo del mercato dell'ECU negli ultimi tre

L'ECU e l'euromercato (posizioni sull'estero e sull'interno in valute e in ECU)

Valute	Consistenze a:						Flussi* fine 1982 su fine 1984			
	fine dicembre 1982		fine dicembre 1983		fine dicembre 1984		a tassi di cambio correnti		a tassi di cambio costanti di fine 1984	
	attività	passività	attività	passività	attività	passività	attività	passività	attività	passività
	miliardi di dollari USA									
Marco tedesco . . .	155,9	141,6	151,7	136,0	144,2	133,7	-15,8	-11,6	23,1	23,7
Franco svizzero . . .	79,0	71,5	77,0	70,7	66,9	61,5	-14,3	-12,9	4,1	3,9
Yen	30,6	31,8	28,9	33,4	32,1	31,4	1,3	- 0,9	3,3	1,1
ECU	6,5 ^s	5,5 ^s	11,9	10,0	28,0	22,3	21,5 ^s	16,8 ^s	23,2 ^s	18,3 ^s
Lira sterlina	15,5	18,0	14,8	16,4	16,5	17,5	0,2	- 1,2	4,7	4,0
Franco francese . . .	13,5	15,7	15,3	15,5	13,3	13,5	- 1,0	- 2,9	3,1	2,0
Fiorino olandese . . .	14,3	13,8	15,7	14,0	13,1	12,3	- 1,4	- 1,5	2,3	2,1
Franco belga	7,1	6,3	7,1	6,0	7,9	7,2	0,7	0,8	2,5	2,4
Lira italiana	2,7	3,6	3,3	3,8	4,2	4,8	1,3	0,8	2,1	2,0
<i>Posta per memoria:</i>										
Dollaro USA	831,6	868,6	867,3	906,6	888,5	936,7	25,7	36,8	25,7	36,8

Note: comprende soltanto le posizioni delle banche situate in Europa. * = stime.

* A causa di lacune statistiche, i dati di flusso non possono essere derivati dai dati di consistenza riportati nella tabella.

anni appare particolarmente forte. In termini di dollari correnti, a fine 1984 le attività denominate in ECU delle banche europee dichiaranti superavano di \$ 21,5 miliardi il livello di due anni prima. Per contro, in questo stesso periodo il valore in dollari correnti delle loro attività in euromarchi e in eurofranchi svizzeri è diminuito rispettivamente di \$ 16 e 14 miliardi, mentre quello delle attività in yen è cresciuto solo di \$ 1 miliardo. Solo le posizioni creditorie in dollari hanno mostrato, in cifre assolute, un'espansione maggiore (\$ 26 miliardi) di quella delle attività in ECU. E' pur vero che questi andamenti sono stati influenzati dagli effetti di valutazione connessi all'apprezzamento del dollaro. Ma nell'ipotesi, alquanto irrealistica, che nell'arco di due anni la quota delle singole monete nelle posizioni creditorie non sia stata influenzata dalle variazioni nel loro valore espresso in dollari — ricalcolando quindi le consistenze a fine 1982 sulla base dei tassi di cambio di fine 1984 — l'aumento di \$ 23 miliardi nelle attività in ECU delle banche dichiaranti risulta dello stesso ordine di grandezza di quello delle loro attività in marchi, e molto maggiore della crescita delle loro attività in franchi svizzeri ed in yen. Sui mercati delle euroobbligazioni la prima emissione denominata in ECU risale all'aprile 1981. Nel 1982 il volume delle nuove emissioni ammontava a \$ 0,8 miliardi, e nel 1984 esso ha raggiunto l'equivalente di quasi \$ 3 miliardi.

In terzo luogo, la rapida espansione del mercato dell'ECU si è accompagnata ad una diversificazione e ad un crescente affinamento delle tecniche impiegate. Gli strumenti disponibili coprono l'intera gamma delle scadenze, a tassi di interesse sia fissi sia variabili, ed il mercato obbligazionario offre, oltre alle emissioni convenzionali, anche obbligazioni a cedola zero, titoli con diritto di partecipazione agli utili e obbligazioni convertibili. Inoltre, il mercato non è limitato agli operatori dei paesi della CEE, ma si è anche esteso, ad esempio, a quelli dell'Europa orientale e dell'America del Nord.

Quali sono i fattori che hanno contribuito al rapido diffondersi dell'uso dell'ECU come unità di conto nelle operazioni finanziarie internazionali, e come possono essere valutate le sue prospettive di sviluppo? Per rispondere a questi quesiti può essere utile esaminare anzitutto in modo più approfondito il mercato bancario dell'ECU che presenta cifre particolarmente ragguardevoli.

La tabella di pagina 139 fornisce una scomposizione strutturale delle posizioni in ECU delle banche europee dichiaranti. Una caratteristica di spicco è il volume relativamente modesto delle operazioni dirette con soggetti non bancari, in particolare dal lato della provvista, dove a fine 1984 le passività verso gli operatori non bancari ammontavano a soli \$ 2 miliardi, su un totale di \$ 22,3 miliardi. Le attività dirette verso i soggetti non bancari, pari a \$ 7,9 miliardi, pur superando notevolmente le passività, rappresentano meno del 30% delle attività complessive in ECU. E' altresì sorprendente il fatto che la maggior parte (\$ 4,8 miliardi) delle attività in ECU verso i soggetti non bancari è rappresentata dai crediti sull'interno, in particolare verso i residenti italiani e francesi (come si può osservare nella tabella a pagina 140). I mutuatari in Italia hanno anche assorbito più di un terzo dei \$ 3,1 miliardi di attività esterne denominate in ECU verso i soggetti non bancari, mentre il residuo di \$ 2 miliardi si è ripartito in modo alquanto ampio, comprendendo altresì alcuni mutuatari al di fuori dell'Europa. Dal lato delle fonti del mercato, i residenti locali hanno fornito depositi in ECU per \$ 0,9 miliardi, dei quali oltre tre quarti sono provenuti dai residenti dei paesi del Benelux. I depositi all'estero di

soggetti non bancari hanno raggiunto un totale di \$ 1,1 miliardi, di cui quasi il 45% va ascritto ai residenti del Benelux, mentre la parte restante si è distribuita su molti paesi. Nel complesso, dal lato degli impieghi appare che ben oltre la metà (circa il 55%) del credito complessivo ai soggetti non bancari è stata assorbita dai residenti italiani, mentre dal lato delle fonti i residenti dei paesi del Benelux hanno fornito quasi il 60% del totale dei depositi di soggetti non bancari.

Struttura del mercato bancario dell'ECU

	Attività		Passività	
	fine 1983	fine 1984	fine 1983	fine 1984
miliardi di dollari USA				
Posizioni verso soggetti non bancari:				
sull'interno	2,7	4,8	0,5	0,9
sull'estero nell'ambito della CEE	0,8	1,7	0,4	0,6
sull'estero al di fuori della CEE	0,2	0,8	0,1	0,4
non classificate	0,2	0,6	0,1	0,1
Totale posizioni verso soggetti non bancari	3,9	7,9	1,1	2,0
Posizioni verso le banche:				
sull'interno	2,3	5,2	2,5	5,3
sull'estero nell'ambito della CEE	5,3	12,7	5,7	13,1
sull'estero al di fuori della CEE	0,3	1,3	0,6	1,4
non classificate	0,1	0,9	0,1	0,5
Totale posizioni interbancarie	8,0	20,1	8,9	20,3
Totale	11,9	28,0	10,0	22,3

La cospicua differenza di \$ 6 miliardi, a fine 1984, tra le attività e le passività complessive delle banche verso i soggetti non bancari spiega anche in buona parte perché il totale delle passività in ECU delle banche è considerevolmente inferiore a quello delle attività in ECU. Ciò significa sostanzialmente che, non potendo contare su una apprezzabile base di depositi di soggetti non bancari, le banche hanno dovuto in definitiva creare esse stesse la maggior parte degli ECU necessari al finanziamento del loro credito finale denominato in ECU. Esse lo hanno fatto indebitandosi nelle monete che compongono il paniere o semplicemente convertendo valute e coprendosi dai connessi rischi di cambio sui mercati a termine.

Il modesto volume delle operazioni esterne con soggetti non bancari implica che, nella sua accezione realmente internazionale, il mercato dell'ECU è innanzitutto un mercato interbancario. In particolare se si considerano soltanto le posizioni creditorie interbancarie all'interno dell'area dichiarante, la quota del mercato interbancario sul totale delle operazioni con l'estero risulta molto superiore a quella della maggior parte delle altre valute dell'euromercato, in particolare del dollaro, del marco, del franco svizzero e del fiorino olandese.

Le ragioni di questa predominanza delle posizioni interbancarie possono risultare più chiare se si considera il mercato dell'ECU dal punto di vista del ruolo

svolto dai singoli centri di mercato. Dalla tabella seguente si può vedere che alla fine del 1984 le banche operanti in quattro centri di mercato – cioè in Francia, Belgio-Lussemburgo, Italia e Regno Unito – contribuivano quasi per intero, ossia per circa il 94%, al totale delle operazioni in ECU. D'altra parte, nessuno di questi centri è stato realmente predominante, mentre negli altri settori dell'euromercato l'attività tende a concentrarsi fortemente su uno o due centri (per lo più nel Regno Unito).

Tuttavia, il ruolo di questi quattro centri di mercato dell'ECU, per quanto concerne le operazioni con i soggetti non bancari, è stato assai diverso. A fine 1984 le banche in Italia detenevano da sole il 42% del totale delle posizioni creditorie verso soggetti non bancari, e pressoché l'intero ammontare delle loro attività verso operatori non bancari (\$3,3 miliardi) era rappresentato da crediti sull'interno. D'altra parte, a causa soprattutto delle restrizioni valutarie, le banche in Italia non sono riuscite ad attrarre un apprezzabile volume di depositi in ECU di residenti non bancari. Di conseguenza esse hanno finanziato i loro impieghi in ECU sull'interno soprattutto attraverso l'indebitamento netto esterno sul mercato interbancario in ECU.

Il ruolo dei singoli centri di mercato nelle operazioni bancarie in ECU
a fine dicembre 1984

Voci	Attività					Passività				
	Totale	di cui verso:				Totale	di cui verso:			
		non residenti banche	non banche	residenti banche	non banche		non residenti banche	non banche	residenti banche	non banche
miliardi di dollari USA										
Banche situate in:										
Belgio	4,8	3,5	0,6	0,7	—	2,9	1,8	0,3	0,6	0,2
Lussemburgo	2,2	0,9	0,8	0,4	0,1	2,1	0,9	0,3	0,6	0,3
Francia	9,1	4,9	0,7	2,4	1,1	6,1	3,5	0,1	2,4	0,1
Italia	5,6	1,7	—	0,6	3,3	5,8	5,2	0,1	0,5	—
Regno Unito	4,8	3,0	0,6	1,1	0,1	3,9	2,6	0,1	1,1	0,1
Altri centri*	1,5	0,9	0,4	—	0,2	1,5	1,0	0,2	0,1	0,2
Totale	28,0	14,9	3,1	5,2	4,8	22,3	15,0	1,1	5,3	0,9

* Austria, Danimarca, Germania, Irlanda, Paesi Bassi, Spagna e Svezia.

Le banche operanti in Belgio e Lussemburgo, per contro, hanno concorso con una quota molto elevata (45%) al totale del credito a soggetti non bancari esteri e sono state altresì le sole in grado di ottenere un cospicuo ammontare di depositi di operatori non bancari, presumibilmente costituiti in gran parte da clientela minuta. Complessivamente le banche in Belgio hanno mostrato una consistente posizione attiva netta in ECU, ed hanno agito da fornitrici nette di fondi sul mercato interbancario internazionale in ECU.

Le banche in Francia si trovano in una posizione intermedia. L'interesse mostrato da alcune grosse società francesi a raccogliere fondi in ECU ha consentito alle banche di costituire posizioni creditorie in ECU verso residenti non bancari per un valore di circa \$1,1 miliardi. Tuttavia, in assenza di una vasta gamma di clientela nazionale, esse hanno avuto la tendenza a concentrare l'attività sui crediti in ECU all'estero, fra cui in particolare il finanziamento delle operazioni sull'interno delle banche italiane. Dal lato delle passività, le restrizioni valutarie poste ai residenti

hanno indotto le banche francesi a basarsi quasi esclusivamente sulla conversione di valuta e sull'indebitamento all'estero sul mercato interbancario dell'ECU. In effetti, con una posizione attiva netta totale di \$3 miliardi, le banche francesi sono state le maggiori "creatrici" di ECU tra i quattro principali centri di mercato.

Le banche nel Regno Unito, in mancanza della seppur limitata base di depositi non bancari delle banche belghe e lussemburghesi, nonché della domanda interna di cui beneficiano le banche italiane e, in minor misura, le banche francesi, hanno avuto la tendenza a specializzarsi nel mercato interbancario. Ciò è stato facilitato dalla presenza a Londra di un grande numero di affiliate di banche estere, alcune delle quali hanno contribuito in misura sostanziale alla crescente partecipazione del Regno Unito nelle operazioni in ECU.

Negli altri centri per i quali sono disponibili i dati, il volume delle operazioni in ECU è rimasto alquanto modesto. Il totale aggregato sia delle attività sia delle passività di questi centri è ammontato a \$1,5 miliardi a fine 1984, ed è consistito quasi integralmente in posizioni verso non residenti.

Attraverso l'ampliamento della base geografica dell'attività bancaria in ECU, i ruoli complementari svolti dai maggiori centri di mercato hanno costituito un importante fattore alla base della predominanza quantitativa delle operazioni interbancarie. Un altro fattore è consistito nella evidente concentrazione della creazione di ECU presso un numero limitato di banche che formano il mercato. Ciò ha contribuito ad infittire la rete delle relazioni interbancarie. Infine ha agito in questo senso anche il desiderio di alcune banche minori, in parte per ragioni di prestigio, di essere presenti su questo mercato in rapida espansione.

In sintesi, il maggiore impulso alla crescita del mercato bancario dell'ECU pare essere provenuto soprattutto dal lato delle attività, in particolare quelle nei confronti dei residenti non bancari in Italia ed in Francia, che hanno assorbito quasi i tre quarti dei nuovi crediti. Per contro, i depositi non bancari hanno svolto un ruolo non primario nell'espansione del mercato; essi sono stati costituiti per importi significativi solo dai residenti dei paesi del Benelux. A causa di questa limitata offerta di depositi non bancari, la creazione di ECU necessaria al finanziamento del credito finale è avvenuta in larga parte ad opera delle banche stesse, principalmente di quelle situate in Francia e in Belgio.

Passando ad esaminare brevemente il mercato delle obbligazioni denominate in ECU, si rileva che le istituzioni ufficiali europee hanno contribuito per circa il 30% al totale delle emissioni a tutto il 1984. In posizione di secondo maggior mutuatario, con una quota di poco meno del 24%, si trovano gli emittenti francesi, per lo più enti ed imprese del settore pubblico. La Banca Mondiale e i mutuatari italiani hanno partecipato in misura ciascuno del 5-6% al totale delle emissioni. Sebbene non siano disponibili dati esaurienti sulla nazionalità dei detentori di tali obbligazioni, anche in questo caso i residenti belgi paiono essere stati importanti investitori. Inoltre, in ragione della disponibilità di emissioni interne denominate in ECU e dei vincoli valutari meno stringenti per tali forme di collocamento, anche gli investitori italiani e francesi dovrebbero esser detentori di obbligazioni in ECU. Per quanto concerne i paesi al di fuori della CEE, gli investitori svizzeri e giapponesi, in particolare, paiono aver mostrato un notevole interesse per i titoli denominati in ECU, e di recente sono state effettuate emissioni in ECU - le prime non denominate in dollari - sul mercato interno degli Stati Uniti.

Tra i fattori che negli ultimi anni hanno contribuito alla rapida diffusione dell'ECU come unità di conto nelle transazioni finanziarie internazionali, uno dei più importanti è costituito dalla sua relativa stabilità. Basandosi su un paniere di monete, l'ECU tende ad oscillare meno che ciascuna moneta comunitaria nei confronti delle altre monete dei paesi della CEE o del dollaro, ed il livello del suo tasso di interesse è destinato ad essere più stabile. In caso di avversione al rischio, l'ECU può quindi offrire vantaggi sia per i mutuatari sia per gli investitori, specie in un contesto di forti oscillazioni del tasso di cambio e di interesse del dollaro. Per quanto riguarda i mutuatari, la denominazione in ECU pare aver attratto soprattutto imprese ed enti dei paesi con alti tassi di interesse nominali, per i quali essa ha rappresentato un'alternativa meno costosa dell'indebitamento in dollari, sia in ragione del più basso costo per interessi sia, se si eccettuano gli ultimi mesi, a causa del minore potenziale di apprezzamento attribuito. Inoltre, per le imprese con affiliate in diversi paesi della CEE, l'indebitamento in ECU potrebbe essere stato più conveniente e meno costoso del ricorso frazionato al credito sui diversi mercati nazionali. Infine, in alcuni paesi membri della CEE un crescente volume del commercio estero è fatturato, e in parte anche regolato, in ECU; ciò comporta naturalmente un certo ricorso al credito in ECU per il finanziamento dell'interscambio.

Per gli investitori l'ECU rappresenta un conveniente strumento di diversificazione in alternativa al dollaro senza che essi debbano accettare i tassi di interesse relativamente bassi sul marco tedesco o sul franco svizzero. Indubbiamente la detenzione di ECU, in luogo degli investimenti in monete nazionali, sarebbe particolarmente attraente per i residenti di paesi con un'inflazione relativamente elevata, ma in questi casi l'utilizzo dell'ECU tende ad essere limitato dalla normativa valutaria, il che è indubbiamente la ragione principale del volume assai modesto di depositi in ECU di soggetti non bancari sul mercato bancario internazionale. Infine, particolarmente nei paesi del Benelux, si sono avuti i primi esempi di un impiego dell'ECU come mezzo di pagamento sotto forma, tra l'altro, di carte di credito, di assegni turistici e di conti intestati a clienti abituali.

Un altro importante fattore che ha contribuito al maggior uso dell'ECU nelle transazioni internazionali è stata l'azione di guida e di incoraggiamento delle autorità. Come già menzionato, una quota rilevante delle obbligazioni denominate in ECU è stata emessa da istituzioni delle Comunità Europee e da enti del settore pubblico di paesi membri della CEE. In Francia, inoltre, vi è stato di recente un certo allentamento delle norme valutarie al fine di consentire ai residenti l'acquisizione di obbligazioni in ECU. Per contro, in Germania l'uso privato dell'ECU continua ad essere inibito dalle restrizioni di legge.

In considerazione dell'alto grado di diversificazione del mercato dell'ECU e della sua vasta base istituzionale, non vi è dubbio che il suo impiego costituirà una componente durevole dei mercati finanziari internazionali. Ci si può piuttosto domandare se il mercato dell'ECU potrà continuare ad espandersi ad un ritmo così rapido come negli ultimi due anni fino a raggiungere i livelli di attività dei settori dell'eurofranco svizzero o addirittura dell'euromarco, oppure se la sua espansione si stabilizzerà intorno ai tassi medi di crescita osservati in altri comparti dell'euromercato. Una condizione da cui dipende l'ulteriore sviluppo del mercato bancario dell'ECU a ritmi ben superiori alla media dovrebbe essere l'ampliamento

dell'attività di credito ben al di là di Italia e Francia, e un'estensione della base dei depositi di soggetti non bancari ad altri paesi oltre il Benelux. E, per quanto riguarda in particolare il mercato delle obbligazioni in ECU, un'ulteriore condizione potrebbe essere il perdurare dell'attuale situazione, in cui i tassi di cambio tra le monete dei paesi membri della CEE sono più stabili di quelli fra queste monete ed il dollaro USA. Il verificarsi di questa seconda condizione dipende non solo dall'andamento futuro del dollaro USA sui mercati dei cambi, ma anche dall'ulteriore convergenza in termini di stabilità dei prezzi tra gli stessi paesi membri della CEE.

La situazione debitoria internazionale

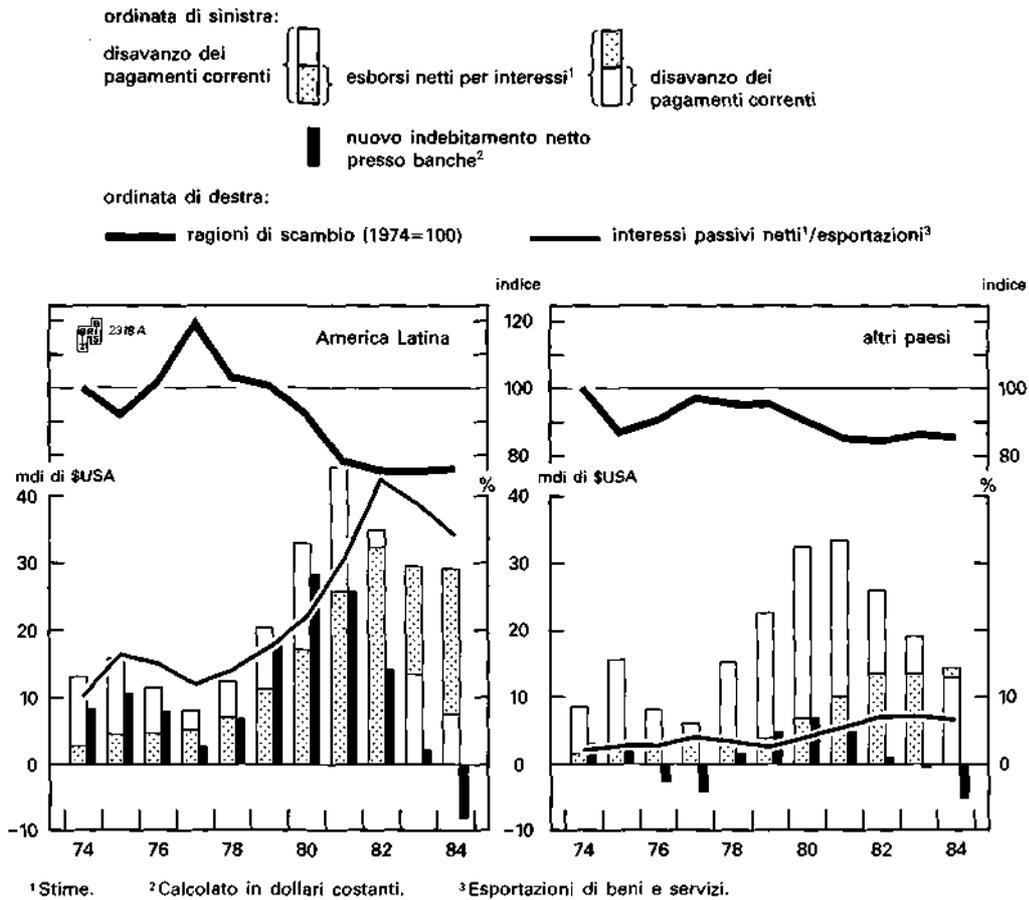
Nel 1984 la ripresa congiunturale nel mondo industrializzato guidata dagli Stati Uniti, il perdurare dell'azione di aggiustamento di diversi paesi debitori e le politiche prattiche seguite dalle banche creditrici hanno congiuntamente prodotto un certo miglioramento nella situazione debitoria internazionale, mentre la varietà delle situazioni dei singoli paesi indebitati ha confermato la validità dell'approccio differenziato al problema del debito seguito dal 1982.

Lo scorso anno, a livello aggregato i PVS non OPEC hanno conseguito un ulteriore notevole rafforzamento della posizione di bilancia dei pagamenti, avendo nuovamente ridotto, di \$ 12 miliardi, il disavanzo di parte corrente, sceso a \$ 20,5 miliardi. Inoltre, contrariamente al 1983, questo miglioramento, grazie al considerevole aumento delle esportazioni, ha permesso a molti paesi di accrescere le loro importazioni e di godere di una certa ripresa dell'attività economica interna.

L'aspetto più importante, dal punto di vista della situazione debitoria internazionale, è che questo miglioramento è stato condiviso anche da alcuni paesi non OPEC dell'America Latina che presentano quote di indebitamento bancario di gran lunga superiori a quelle dei restanti paesi in via di sviluppo ed avevano un'esigenza di ulteriore aggiustamento particolarmente impellente. L'entità dell'aggiustamento realizzato da questi paesi è forse evidenziata nel modo più palese dal fatto che, se sono esclusi gli esborsi netti per interessi, lo scorso anno essi hanno ottenuto un avanzo corrente, di quasi \$ 22 miliardi, contro un disavanzo di circa \$ 20 miliardi nel 1981.

Il quadro complessivamente fornito dai paesi non OPEC dell'America Latina risente ovviamente in ampia misura degli sviluppi nei tre maggiori paesi di questo gruppo, Brasile, Messico ed Argentina, che nel 1984 hanno conseguito tutti rilevanti eccedenze commerciali (cfr. Capitolo V, pagine 113 e 114). La forte espansione delle esportazioni del Brasile e del Messico ha fatto sì che per i paesi dell'America Latina nel complesso sia diminuito, per la prima volta dal 1979, il rapporto debito/esportazioni di beni e servizi. Parimenti, sebbene durante l'anno il livello medio dei tassi di interesse del dollaro sia stato superiore a quello del 1983, il rapporto tra i pagamenti netti per interessi e le esportazioni — che aveva già cominciato a decrescere nell'anno precedente — è sceso al 34%, con una riduzione del 20% rispetto alla punta massima del 42,4% registrata nel 1982. Il forte calo dei tassi di interesse del dollaro negli ultimi mesi del 1984 fa ritenere che questo rapporto possa registrare un'ulteriore sostanziale flessione nel 1985.

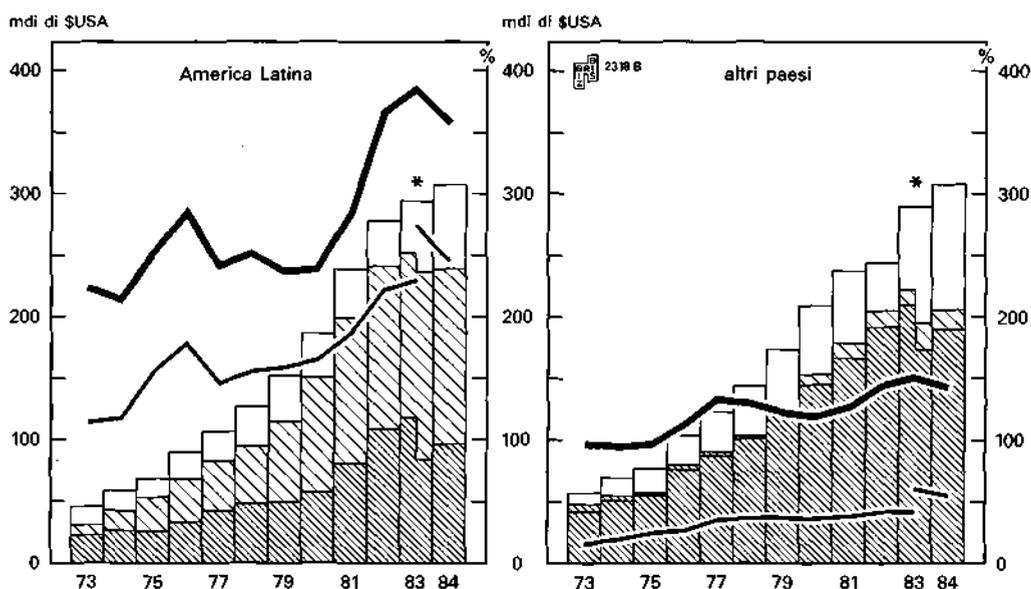
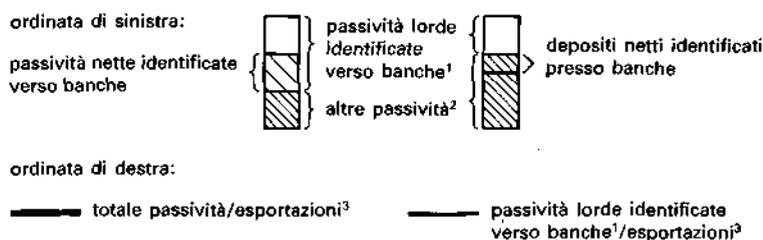
Fattori determinanti il fabbisogno di finanziamento ed il ricorso dei PVS non OPEC al credito bancario internazionale; 1974-84



Per quanto concerne i restanti PVS non OPEC, il cui onere debitorio è generalmente inferiore a quello dell'America Latina, la situazione si è evoluta in modo particolarmente favorevole nella maggior parte dei paesi del Sud-Est asiatico. Grazie ad una struttura economica orientata alle esportazioni, questi paesi hanno tratto vantaggio in misura più che proporzionale dalla ripresa globale del commercio mondiale, e (ad eccezione delle Filippine) il loro livello di affidabilità generalmente più elevato ha consentito a questi paesi di ottenere nuovi fondi a condizioni molto favorevoli. Per contro, la situazione è rimasta grave nella maggior parte dei paesi africani, i quali non sono stati in grado di partecipare in misura significativa alla generale espansione delle esportazioni ed hanno dovuto far ricorso soprattutto ad un ulteriore contenimento delle importazioni per migliorare la loro posizione di bilancia dei pagamenti. Tuttavia, per questi paesi il credito bancario internazionale non ha svolto un ruolo così importante come nel caso dell'America Latina, e l'esposizione delle banche verso i paesi non OPEC dell'Africa è nel complesso relativamente modesta.

I paesi dell'Europa orientale hanno conseguito un ulteriore rafforzamento nelle loro bilance di parte corrente, ed hanno ridotto per il terzo anno consecutivo l'indebitamento netto verso le banche. Di conseguenza, la maggior parte di essi,

Evoluzione dell'indebitamento internazionale dei PVS non OPEC; 1973-84



* Interruzione della serie dovuta all'ampliamento del campo di rilevazione delle statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale. ¹ Verso le banche situate nei paesi dichiaranti alla BRI. ² Stime. ³ Esportazioni di beni e servizi.

fatta eccezione per la Polonia, ha riacquisito, o sta di nuovo acquistando, libero accesso ai mercati creditizi occidentali.

Un secondo fattore – certamente non disgiunto dagli sviluppi predetti – che lo scorso anno ha contribuito ad alleviare il problema debitorio internazionale è stato l'atteggiamento flessibile delle stesse banche creditrici. Nella consapevolezza che, pur con l'ingente miglioramento delle bilance dei pagamenti realizzato da questi paesi il ripristino di una normale situazione di mercato avrebbe richiesto anni, esse hanno rinunciato in misura crescente alle rinegoziazioni del debito su base annuale o biennale, a favore di ristrutturazioni in termini pluriennali. Nel settembre 1984 il comitato direttivo in rappresentanza delle banche creditrici del Messico ha raggiunto un accordo con questo paese che prevede la ristrutturazione su un periodo di 14 anni di \$48,7 miliardi del debito del settore pubblico originariamente in scadenza tra il 1982 e il 1990, nonché una diminuzione a punti 1½ del margine sul Libor, senza addebito di commissioni. A seguito dell'accordo concluso tra il Messico e il FMI su un nuovo programma economico, nel marzo 1985 tutte le banche creditrici hanno infine ratificato la prima *tranche* di \$28,6 miliardi del predetto schema di ristrutturazione. L'accordo raggiunto tra il Messico e le banche

creditrice segna una vera svolta nel modo di affrontare il problema debitorio, poiché ha chiaramente mostrato la disponibilità delle banche a premiare i sostanziali progressi di aggiustamento mediante condizioni molto più favorevoli per il futuro servizio del debito. Nel dicembre 1984 l'Argentina e il comitato direttivo che rappresenta le banche creditrici hanno concordato un progetto per la ristrutturazione di \$ 16 miliardi del debito di questo paese su un periodo di dodici anni, con una maggiorazione di punti $1\frac{3}{8}$ sul Libor, nonché per l'erogazione di \$ 4,2 miliardi di nuovi fondi. In Brasile un accordo provvisorio raggiunto nel febbraio 1985 con il comitato di rappresentanza delle banche creditrici prevede la ristrutturazione di \$ 45,3 miliardi del debito di questo paese su un arco di sedici anni e con una maggiorazione di punti $1\frac{1}{8}$ sul Libor. Peraltro nessuno di questi due accordi è finora divenuto operativo.

Analoghi schemi di ristrutturazione sono stati negoziati con alcuni altri paesi all'interno e al di fuori dell'America Latina, tra i quali, ad esempio, la Polonia e le Filippine. Nel caso dei PVS non OPEC dell'America Latina, gli accordi di ristrutturazione hanno riguardato un ammontare pari ad oltre la metà del totale dei debiti in essere verso le banche a fine 1984. Oltre all'allungamento della struttura per scadenza del debito, questi accordi prevedono in tutti i casi una consistente diminuzione dei margini applicati dalle banche. Inoltre, negoziati paralleli sulla ristrutturazione del debito verso Stati esteri sono stati sovente condotti nell'ambito del Club di Parigi e/o nel quadro degli stanziamenti di nuovi fondi da parte del FMI.

Riducendo l'onere del servizio del debito a livelli più sostenibili, gli accordi di ristrutturazione non solo tendono ad arrecare un indispensabile sollievo ai paesi debitori in difficoltà, ma dovrebbero altresì recare vantaggi alle stesse banche creditrici. Infatti essi dovrebbero, da un lato, accrescere la capacità dei paesi debitori di onorare gli obblighi contrattuali (rinegoziati) nei confronti delle banche, e quindi salvaguardare lo *status* di bilancio delle loro posizioni creditorie verso questi paesi, riconoscendo la loro effettiva natura di attività a lungo termine. Dall'altro, eliminando la necessità di frequenti accordi di ristrutturazione del debito e le possibili sfavorevoli conseguenze sull'atteggiamento dei mercati, essi potrebbero facilitare il ritorno a più normali condizioni di mercato.

Un altro fattore che ha sostanzialmente contribuito a ridurre la vulnerabilità delle banche creditrici è stato il costante rafforzamento endogeno della loro struttura di bilancio. Una favorevole dinamica dei profitti ha consentito alle banche di potenziare ulteriormente le riserve e gli accantonamenti per rischi di insolvenza. Inoltre, come descritto in precedenza in questo capitolo, esse hanno approfittato delle favorevoli condizioni presenti sui mercati obbligazionari internazionali per collocare emissioni destinate a rafforzare la loro base di capitale e a ridurre la loro dipendenza dal finanziamento interbancario, nonché per migliorare la qualità del loro portafoglio di attività internazionali — pregiudicata dall'effettivo immobilizzo di molti crediti verso i PVS — attraverso l'acquisizione di *notes* a tasso fluttuante emesse da mutuatari di prim'ordine.

Una clausola su cui le banche con sede al di fuori degli Stati Uniti hanno avuto la tendenza ad insistere nei negoziati sulla ristrutturazione del debito è stata l'opzione di convertire in moneta nazionale la denominazione in dollari delle loro attività. Per queste banche ciò comporta il vantaggio di poter spostare il

rifinanziamento delle loro posizioni creditorie verso i paesi debitori in difficoltà dal mercato internazionale del dollaro a quello nazionale. Per i paesi debitori una simile conversione nella denominazione di parte del loro debito, in monete quali il marco tedesco, lo yen e il franco svizzero, comporta, nelle attuali circostanze, una considerevole riduzione dell'onere per interessi; d'altra parte, nel caso di un'inversione di tendenza del dollaro sui mercati dei cambi, essa li espone al rischio di un aggravamento dell'onere in conto capitale che nel breve periodo potrebbe sopravanzare di gran lunga i vantaggi in termini di tassi di interesse. Per giunta, uno spostamento nel rifinanziamento delle banche non statunitensi dal mercato del dollaro a quello interno tenderà a rafforzare la moneta americana sul mercato dei cambi.

Nonostante i progressi compiuti lo scorso anno, per molti aspetti la situazione debitoria internazionale continua ad essere fonte di timori e a richiedere la piena attenzione e cooperazione di tutte le parti in causa.

In primo luogo, nella maggior parte dei casi gli accordi di ristrutturazione pluriennale non sono stati ancora ratificati da tutte le banche creditrici interessate, né resi operativi. La complessità delle negoziazioni e il gran numero di banche coinvolte sono stati in parte la causa di questi indugi. Ma, in aggiunta, in alcuni paesi sono emerse difficoltà interne di natura economica o politica che hanno comportato l'inadempimento delle condizioni di politica economica negoziate con il FMI e una sospensione delle trattative con le banche in attesa dell'elaborazione di un nuovo programma concordato con il FMI. Ciò è avvenuto, in particolare, nel caso del Brasile e dell'Argentina.

In secondo luogo, l'attuazione delle misure di aggiustamento, tranne che nei settori del tasso di cambio e del commercio estero, è di fatto proceduta a rilento. Nella maggior parte dei casi, l'azione di restringimento dei disavanzi di bilancio, sebbene ragguardevole rispetto ai risultati conseguiti in questo campo da alcuni paesi industriali, non è progredita a sufficienza, ed i progressi nella lotta all'inflazione sono stati solo modesti o addirittura inesistenti. In realtà, lo scorso anno il tasso di incremento dei prezzi si è accelerato in Argentina e in Brasile, e anche in Messico, dove l'inflazione è stata ridotta dal 100 al 65%, il miglioramento è stato inferiore all'obiettivo precedentemente concordato con il Fondo. Parzialmente a causa di questa instabile situazione finanziaria, per lo più non si è realizzato il risveglio quanto mai necessario degli investimenti interni. In rapporto al PNL essi sono cresciuti in misura solo marginale, come in Brasile o in Messico, o sono addirittura calati, come nel caso dell'Argentina.

In terzo luogo, il limitato successo dell'azione di aggiustamento sul fronte economico interno va visto in connessione con il massiccio flusso inverso di risorse che il gruppo dei PVS non OPEC registra ormai da quasi tre anni. Nel 1984, per la prima volta dalla crisi petrolifera del 1973, e nonostante i nuovi crediti accordati nel quadro degli schemi di ristrutturazione, le attività nette delle banche dichiaranti alla BRI verso i PVS non OPEC dell'America Latina si sono ridotte di quasi \$ 8 miliardi. Inoltre, si può stimare che gli esborsi per interessi (al netto degli introiti per interessi sulle riserve ufficiali in valuta) di questi paesi sul debito esterno lordo abbiano raggiunto un ammontare di circa \$ 30 miliardi lo scorso anno. E' pur vero che, in teoria, i pagamenti per interessi dovrebbero avere come contropartita i redditi ottenuti da investimenti anteriori finanziati con capitali esteri, e non

andrebbero quindi considerati come un onere addizionale per i paesi debitori. In realtà, la maggior parte di questi investimenti è stata effettuata allorché il livello dei tassi di interesse era molto inferiore a quello attuale; alcune scelte di investimento erano inappropriate o non sono state convalidate dai successivi sviluppi economici mondiali e dalle politiche commerciali dei paesi industriali; infine, una parte sostanziale dei crediti ottenuti in passato non è stata impiegata per finanziare una maggiore attività di investimento, bensì per pagare il più elevato costo delle importazioni di petrolio, oppure ha avuto come contropartita deflussi non autorizzati di capitali privati, i cui proventi tendono a rimanere all'estero.

Un ammontare di flussi inversi dell'ordine di grandezza di quello osservato nel 1984 è ovviamente insostenibile, ed è necessario ristabilire al più presto una qualche forma di afflussi netti di capitali a questi paesi per controbilanciare parte dei pagamenti per interessi. La concomitanza di deboli quotazioni delle materie prime e di tassi di interesse relativamente alti continua a gravare pesantemente sui paesi debitori in difficoltà. E' quindi quanto mai importante che le banche, non da ultimo nel loro stesso interesse, continuino a mostrare un atteggiamento pacato e flessibile, resistendo alla tentazione, forse fin troppo naturale, di astenersi totalmente dall'erogare credito a determinati gruppi di paesi debitori.

Tuttavia, anche nell'eventualità di un ritorno a normali condizioni di mercato, considerazioni di carattere prudenziale tenderanno a contenere il margine disponibile per ulteriori crediti delle banche a questi paesi più o meno entro i limiti del tasso complessivo di espansione dei bilanci bancari. La misura in cui altri tipi di flussi di capitali possono subentrare al credito bancario dipende dalla capacità dei paesi debitori di ripristinare un clima di fiducia e stabili condizioni finanziarie interne. Convincenti progressi in questa direzione potrebbero contribuire ad attirare un maggior volume di investimenti esteri in azioni e consentire a questi paesi l'accesso ai mercati internazionali dei capitali. Inoltre, tali progressi ridurrebbero gli incentivi all'ulteriore fuga di capitali e potrebbero addirittura determinare il rimpatrio di parte di essi, per quanto non si può disconoscere che negli ultimi anni era difficile per i paesi debitori offrire valide alternative alla combinazione di tassi di interesse reali eccezionalmente alti e di un marcato apprezzamento del dollaro.

Infine, come gli sviluppi del 1984 hanno ancora una volta evidenziato, una condizione necessaria per una soluzione del problema debitorio internazionale basata sulle forze del mercato è un contesto economico favorevole negli stessi paesi industriali. Se questi ultimi non creeranno un sufficiente margine per l'espansione dei mercati di esportazione dei paesi debitori, lasciando aperti i propri mercati e mantenendo un adeguato tasso di crescita economica, è alquanto dubbio che i paesi debitori possano far fronte al servizio del debito senza dover ricorrere a restrizioni interne destinate a ripercuotersi negativamente sul loro sviluppo economico e sulla stabilità politica ed economica nel lungo periodo. Il fatto che il recente rallentamento dell'economia statunitense si sia così prontamente rispecchiato, agli inizi di quest'anno, in un pronunciato indebolimento delle esportazioni di alcuni dei maggiori paesi debitori evidenzia la fragilità della situazione debitoria internazionale ed il grado di interdipendenza raggiunto dalle economie a livello mondiale. Una flessione della crescita, anche solo transitoria, nei paesi industriali potrebbe essere sopportata senza un nuovo deterioramento della situazione debitoria internazionale solo se si accompagnasse ad una ulteriore riduzione dei tassi di interesse del dollaro.

Al di là delle responsabilità che competono ai paesi industriali per quanto riguarda il contesto economico mondiale favorevole e l'apertura dei loro mercati alle esportazioni dei PVS, permane l'esigenza dell'aiuto e dell'assistenza diretta dei governi e delle istituzioni internazionali. Ciò vale, in particolare, per alcuni paesi minori dell'Africa, ad esempio, per i quali vi sono poche speranze che le sole forze di mercato siano in grado di produrre il necessario miglioramento.

Per concludere con una nota di ottimismo, dopo i successi riportati da alcuni paesi debitori sul fronte della bilancia dei pagamenti, l'ulteriore azione di aggiustamento ed una politica economica maggiormente orientata al mercato, delle quali hanno bisogno i paesi più pesantemente indebitati, sarebbero nell'interesse del loro stesso potenziale di crescita economica a lungo termine. Del pari, nel caso dei paesi industriali, le politiche interne necessarie ad incoraggiare gli investimenti privati, ad attenuare le rigidità ed a ridurre i livelli di disoccupazione insopportabilmente alti contribuirebbero altresì ad instaurare un contesto economico favorevole per i PVS. In altre parole, non vi è sostanzialmente contrasto fra le prescrizioni di politica economica valide per i paesi debitori ed i paesi creditori al fine di conseguire un ulteriore miglioramento della situazione debitoria internazionale.

VII. LA SCENA MONETARIA INTERNAZIONALE

Aspetti salienti

Questo capitolo descrive gli sviluppi in tre settori della scena monetaria internazionale — i mercati dei cambi, l'oro e la liquidità internazionale — tutti fortemente influenzati dall'evoluzione della bilancia dei pagamenti USA, analizzata nel Capitolo V.

Gli andamenti del mercato dei cambi nel periodo sotto rassegna sono stati caratterizzati da due aspetti principali. In primo luogo, l'ulteriore consistente apprezzamento del dollaro — pari a oltre il 20% su base ponderata in relazione all'interscambio, nel corso del 1984 e dei primi due mesi del 1985 — sospinto da un crescente volume di afflussi di capitali spontanei negli Stati Uniti, nonostante un deficit senza precedenti delle partite correnti della bilancia dei pagamenti USA ed un restringimento dei differenziali di interesse a favore del dollaro. In secondo luogo, il cambiamento alquanto brusco del clima nei confronti del dollaro nel marzo 1985, a seguito del più massiccio intervento ufficiale coordinato sui mercati dei cambi avutosi da diversi anni a questa parte, e che ha prodotto l'inversione finora più marcata nella tendenza ascendente del dollaro. Da metà aprile il dollaro ha recuperato parte del terreno perso, ma le condizioni del mercato sono rimaste alquanto instabili e le fluttuazioni giornaliere dei tassi di cambio sono state eccezionalmente ampie. Oltre a passare in rassegna gli andamenti delle varie monete nel 1984 e nei primi mesi del 1985, il capitolo esamina anche la forza del dollaro in un'ottica di più lungo periodo.

Sul mercato dell'oro, l'evoluzione dei prezzi in dollari nel periodo considerato ha fornito quasi un'immagine speculare dei movimenti del dollaro nei confronti delle altre valute, in quanto le quotazioni hanno avuto una tendenza cedente nel 1984 ed agli inizi del 1985, mostrando in seguito un certo recupero. In termini di alcune altre monete principali, tuttavia, il prezzo di mercato dell'oro è stato relativamente stabile.

Per quel che riguarda la liquidità internazionale, il 1984 ha mostrato due sviluppi principali. Da un lato, la liquidità internazionale ufficiale, misurata dalle riserve totali non auree dei paesi, ha mostrato un certo ulteriore aumento, compresa una ricostituzione di riserve valutarie in alcuni dei maggiori paesi debitori. Questa acquisizione di riserve, tuttavia, è stata alquanto modesta in rapporto ai deflussi di fondi verso il resto del mondo derivanti dal disavanzo corrente USA. Dall'altro, il deficit statunitense ha dato origine a un ingente incremento delle attività private in dollari del resto del mondo, in larga misura sotto forma di strumenti liquidi o negoziabili. Parte di questo aumento della liquidità internazionale privata potrebbe essere convogliato nelle riserve ufficiali qualora si producesse un forte calo di fiducia nei confronti del dollaro.

Gli andamenti dei tassi di cambio

Le monete fluttuanti. L'evoluzione sui mercati dei cambi, nel periodo sotto rassegna, è stata dominata dai movimenti del dollaro USA. Tra la fine del 1983 e

L'ultima parte del febbraio 1985 il tasso di cambio del dollaro, ponderato sulla base dell'interscambio, è aumentato di un ulteriore 22%. Su base bilaterale, in questo stesso periodo il dollaro si è apprezzato in misura variabile tra il 27 e il 38% nei confronti delle principali valute europee, mentre nei confronti dello yen e del dollaro canadese l'apprezzamento - pari al 13% - è stato meno pronunciato.

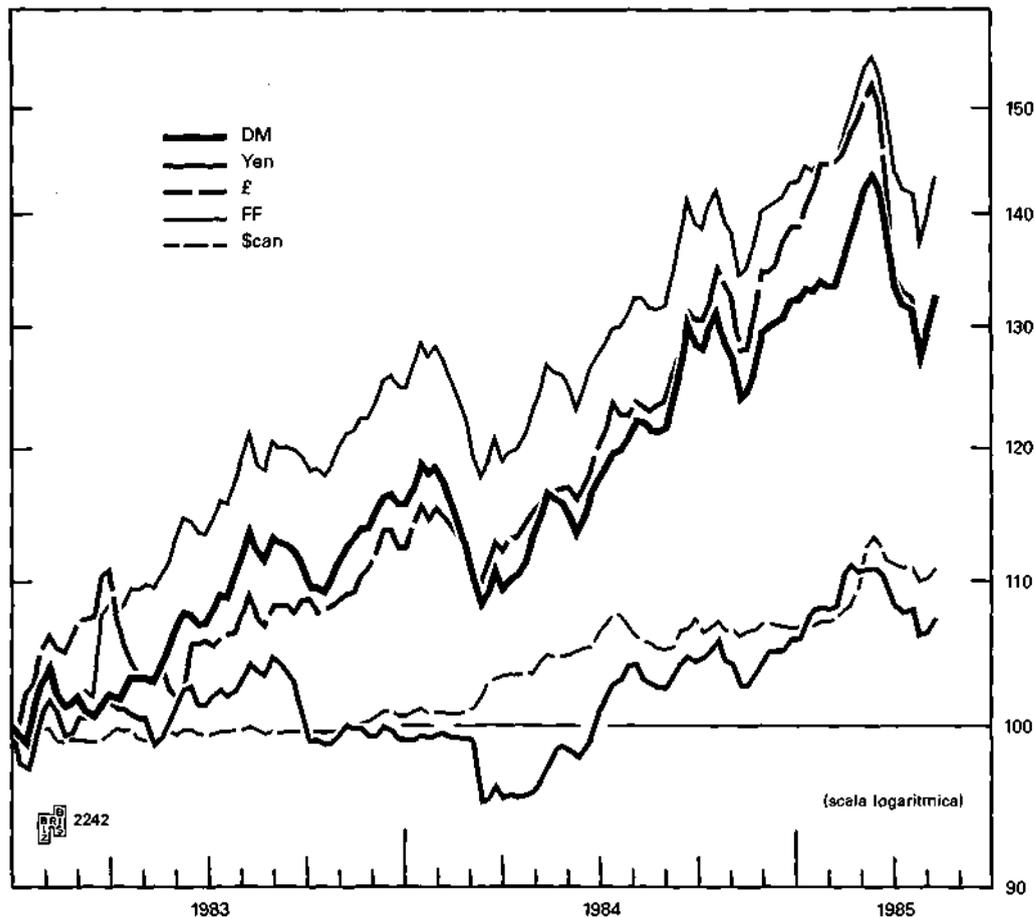
Un aspetto degno di nota è che il protratto aumento del dollaro è avvenuto in presenza di certi sviluppi dai quali, considerati insieme, ci si sarebbe potuto attendere un indebolimento della sua posizione. In primo luogo, nel 1984 il disavanzo corrente USA si è ampliato fino a superare i \$100 miliardi, equivalenti a quasi il 3% del PNL. In secondo luogo, la crescita economica reale negli Stati Uniti si è notevolmente rallentata dopo la primavera del 1984, mentre allo stesso tempo vi è stata una certa accelerazione nella maggior parte degli altri paesi industriali. Infine, la diminuzione nei tassi di interesse avutasi dopo la prima metà del 1984 è stata in media più pronunciata negli Stati Uniti che in ogni altro maggiore paese industriale, in particolare nel segmento a breve del mercato. Nonostante questi andamenti, i capitali internazionali hanno continuato ad affluire negli Stati Uniti, sia attraverso il canale bancario, sia mediante acquisti di titoli in dollari, sia in forme non identificate. Per la maggior parte del periodo sotto rassegna questi flussi hanno sopravanzato in misura considerevole e crescente quelli collegati all'interscambio e, spingendo al rialzo il dollaro sui mercati dei cambi, hanno essi stessi contribuito all'ulteriore peggioramento della posizione esterna corrente degli Stati Uniti.

Il periodo sotto rassegna è iniziato con una fase di temporaneo calo del dollaro nel gennaio del 1984. Diversi fattori erano alla base di questo andamento: i dubbi sulla possibilità di finanziare con flussi spontanei il crescente disavanzo delle partite correnti USA ai tassi di cambio allora presenti; il timore che la combinazione di una forte crescita economica e del persistente disavanzo del bilancio pubblico negli Stati Uniti potesse condurre, prima o poi, ad una recrudescenza dell'inflazione interna; e, al di fuori degli Stati Uniti, le indicazioni sempre più nette di una ripresa negli altri maggiori paesi industriali. In tale contesto, fra metà gennaio e gli inizi di marzo del 1984 il dollaro si è deprezzato del 6,5% su base effettiva, nonostante un nuovo rialzo dei tassi di interesse sul dollaro a partire dall'inizio di febbraio ed un conseguente ampliamento dei differenziali di tasso di interesse a favore degli investimenti in dollari.

In marzo, tuttavia, il dollaro ha iniziato nuovamente ad apprezzarsi, e la nuova fase ascendente è perdurata fino all'ultima parte di settembre, se si eccettua un breve intervallo fra fine maggio e inizio giugno. I tassi di interesse USA hanno continuato ad aumentare fino agli inizi di luglio, e in aprile la Riserva federale ha innalzato il tasso di sconto di mezzo punto percentuale, ribadendo così la sua determinazione a contrastare l'inflazione. Inoltre, gli indicatori economici USA hanno mostrato un'espansione più forte del previsto, mentre l'insorgere di conflitti di lavoro nel settore industriale in Francia, Germania e Regno Unito nella primavera del 1984 ha offuscato le prospettive di ripresa economica per questi paesi. Un ulteriore sostegno al dollaro è provenuto dall'abolizione, da parte del Tesoro USA, della ritenuta alla fonte sugli interessi dei titoli detenuti da non residenti, dalle voci circa la creazione di nuovi strumenti di debito pubblico destinati agli investitori esteri e dalle aspettative di una rielezione del Presidente Reagan.

Andamenti dei tassi di cambio bilaterali del dollaro USA rispetto ad alcune altre monete;
1983-85

Medie settimanali, indici: fine 1982 = 100



Nelle prime tre settimane di settembre il movimento ascendente del dollaro si è accelerato, nonostante una certa flessione dei tassi di interesse USA. Il dollaro si è apprezzato di quasi il 10% nei confronti del marco tedesco, superando l'11 settembre la soglia di DM 3 e raggiungendo il 21 settembre il livello massimo, di circa DM 3,18, registrato negli ultimi undici anni nei confronti di questa moneta.

Il 21 settembre la Deutsche Bundesbank ha venduto un consistente ammontare di dollari sul mercato dei cambi; anche altre banche centrali sono intervenute in diverse occasioni fra gli ultimi giorni di settembre e gli inizi di ottobre. La quotazione del dollaro è subito diminuita nettamente, passando a DM 3,02 nei confronti del marco e indebolendosi anche rispetto ad altre monete. Dopo un periodo di contrattazioni nervose, con movimenti alterni piuttosto bruschi, verso metà ottobre il dollaro ha ripreso ad apprezzarsi, raggiungendo quasi DM 3,15 nei confronti del marco tedesco e segnando nuove punte rispetto allo yen e alla sterlina. Da allora fino agli inizi di novembre, tuttavia, il dollaro si è sensibilmente indebolito. A quel punto i tassi di interesse a tre mesi sull'eurodollaro erano scesi al 9,5% rispetto al 12% degli inizi di settembre, restringendo il differenziale fra i

tassi a tre mesi sull'eurodollaro e sull'euromarco da oltre 6,5 a meno di 4 punti percentuali, mentre le indicazioni di un considerevole rallentamento della crescita economica negli Stati Uniti suscitavano l'aspettativa di ulteriori flessioni dei tassi di interesse sul dollaro. Nel complesso, fra l'ultima settimana di settembre e gli inizi di novembre il dollaro si è deprezzato di quasi il 5% su base effettiva, dell'8% nei confronti del marco tedesco, ma solo del 3% rispetto allo yen.

Dagli inizi di novembre il dollaro ha ripreso vigore, continuando ad apprezzarsi fino alla fine del febbraio 1985. In questo periodo esso ha ripetutamente segnato nuovi massimi nei confronti di tutte le altre principali valute: il suo tasso di cambio effettivo è aumentato del 14%, mentre nei confronti del marco tedesco, della sterlina e del franco svizzero si è apprezzato rispettivamente del 19, del 21 e del 22%. Il cambio con lo yen e con il dollaro canadese è invece salito soltanto del 9 e del 7% rispettivamente. Questo nuovo apprezzamento del dollaro è avvenuto nonostante la continua diminuzione dei tassi di interesse statunitensi a breve termine: il tasso a tre mesi sull'eurodollaro ha segnato un calo di ulteriori 1,5 punti percentuali fra gli inizi di novembre e la fine di gennaio del 1985, accompagnato da due riduzioni di mezzo punto ciascuna, il 21 novembre e il 24 dicembre, del tasso di sconto della Riserva federale. I tassi di interesse USA a lungo termine, tuttavia, sono diminuiti in misura assai minore dei tassi a breve: fra l'inizio del settembre 1984 e la fine del gennaio 1985 i rendimenti sulle obbligazioni societarie di prim'ordine sono calati di meno di un punto percentuale. Poiché durante lo stesso periodo i tassi di interesse a lungo termine sono scesi anche negli altri principali paesi, i differenziali nel segmento a lunga scadenza sono rimasti nettamente a favore degli investimenti in dollari. Inoltre, l'ampliamento dei differenziali tra i tassi di interesse a lungo e a breve termine sul dollaro ha dischiuso prospettive di guadagni in conto capitale sugli investimenti in titoli USA a lunga scadenza. In siffatte circostanze, nel quarto trimestre 1984 sono aumentati considerevolmente gli investimenti esteri in titoli USA.

La tendenza al rialzo del dollaro si è brevemente interrotta verso la fine del gennaio 1985. Mentre i tassi di interesse statunitensi a breve continuavano a cedere, in parecchi paesi europei il loro livello era andato crescendo, soprattutto in risposta agli sviluppi sui mercati dei cambi. Fra la fine di dicembre e la fine di gennaio i tassi a breve sulla sterlina sono aumentati di 4,5 punti percentuali. Inoltre, nel vertice tenutosi il 17 gennaio i ministri delle finanze ed i governatori delle banche centrali dei cinque maggiori paesi industriali hanno riaffermato la loro determinazione ad effettuare, all'occorrenza, interventi coordinati sul mercato dei cambi, e a questo annuncio hanno fatto seguito, poco tempo dopo, vendite ufficiali di dollari sul mercato.

Il dollaro ha ripreso il suo andamento ascendente in febbraio. A quel punto i tassi di interesse statunitensi avevano ricominciato a salire in risposta alla più rapida crescita monetaria interna, e il loro continuo aumento fino agli inizi di marzo ha ancora una volta ampliato i differenziali di interesse in favore del dollaro. Il clima del mercato è stato inoltre influenzato dal fatto che il Presidente Reagan sembrava escludere interventi ufficiali più energici per contenere l'aumento del dollaro. Verso la fine di febbraio l'euforia del dollaro è ancora cresciuta e il tasso di cambio è arrivato a DM 3,47 nei confronti del marco. A quel punto l'apprezzamento cumulativo del dollaro dagli inizi del marzo 1984 ammontava al 37% relativamente

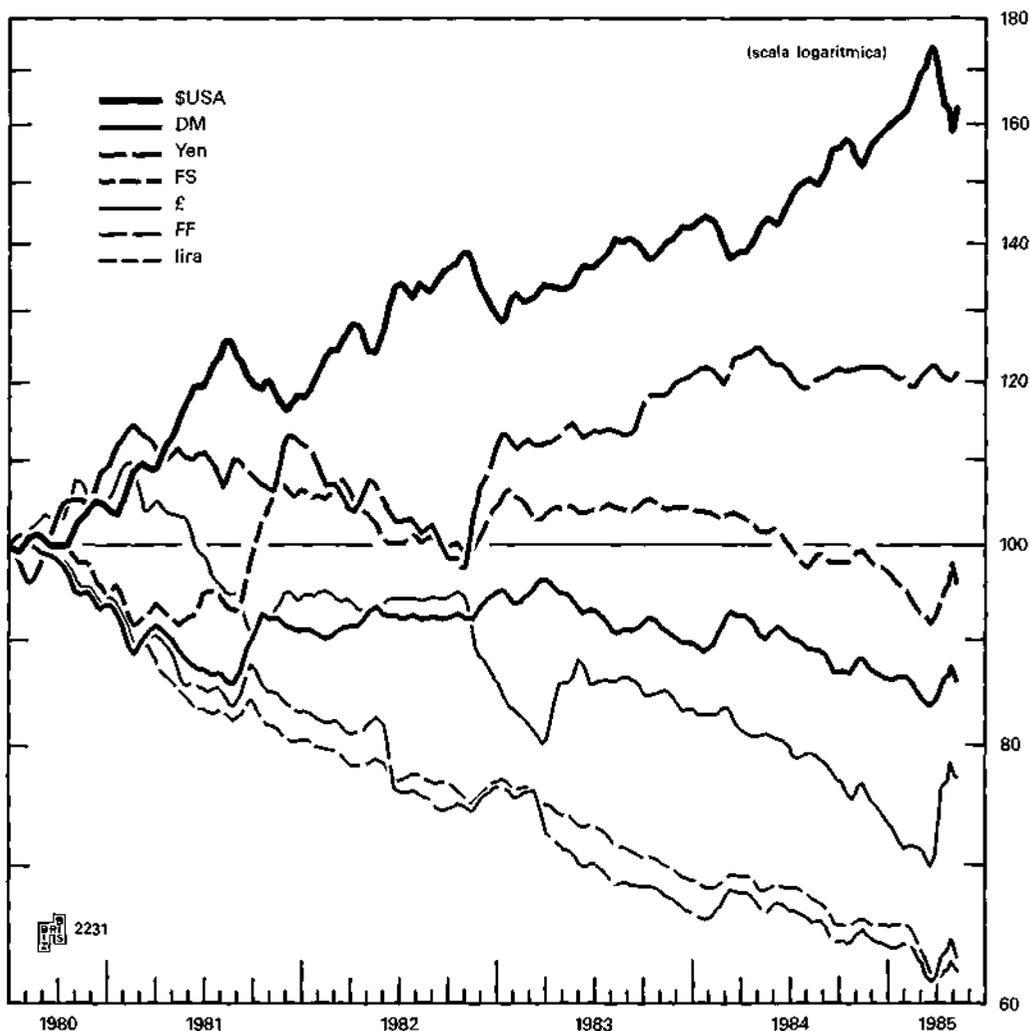
al marco tedesco, e rispettivamente al 41, 39 e 18% nei confronti della sterlina, del franco svizzero e dello yen.

Di fronte a questo stato di cose, e a seguito di talune dichiarazioni del Presidente della Riserva federale — in cui si affermava che i disavanzi del bilancio pubblico e della bilancia dei pagamenti correnti avrebbero potuto in definitiva condurre ad un indebolimento del dollaro e che talvolta un energico intervento ufficiale sul mercato dei cambi avrebbe potuto essere opportuno — sono stati compiuti interventi ufficiali coordinati su vasta scala, e in questa occasione le autorità monetarie USA hanno partecipato più attivamente che in precedenza. Il 27 febbraio il dollaro ha perso più del 5% rispetto al marco tedesco, passando a DM 3,27. Anche se nei giorni seguenti il dollaro ha leggermente recuperato, è divenuto ben presto evidente che si era ristabilito un mercato con movimenti in ambedue le direzioni. I tassi di cambio si sono mossi irregolarmente in condizioni di mercato nervose, e verso la metà di marzo il dollaro ha iniziato a deprezzarsi notevolmente. Alla metà di aprile il suo tasso di cambio effettivo era diminuito del 10,5% rispetto al massimo raggiunto nella seconda metà di febbraio; nel corso di questo stesso periodo il dollaro si è deprezzato del 14% nei confronti del marco tedesco, tornando sotto la soglia di DM 3 il 19 aprile, ma ha perso soltanto il 6% rispetto allo yen. Il calo del dollaro è stato massimo nei riguardi della sterlina (20%), che ha tratto vantaggio dalla persistenza di tassi di interesse a breve molto elevati e da un disavanzo programmato di bilancio per l'anno fiscale 1985-86 inferiore al previsto. Anche se è stato l'intervento ufficiale coordinato sul mercato dei cambi ad innescare il cambiamento del clima di mercato nei confronti del dollaro, i suoi effetti sono stati potenziati dall'insorgenza di alcune difficoltà nel settore bancario USA a livello regionale, nonché dai dati che indicavano un rallentamento della crescita economica americana del primo trimestre e dall'impatto che ciò ha avuto sulle aspettative circa i tassi di interesse. Nell'ultima parte di aprile si è avuta una reazione tecnica e il dollaro ha in parte recuperato; da allora il mercato è rimasto alquanto instabile, senza una tendenza definita e con fluttuazioni giornaliere eccezionalmente ampie.

Passando a considerare gli andamenti delle altre principali monete fluttuanti nel periodo sotto rassegna, la sterlina ha mostrato la più elevata variabilità, con un notevole indebolimento fino agli inizi del 1985, cui ha fatto seguito una netta ripresa. Fra la fine del 1983 e gli ultimi giorni del gennaio 1985 la sterlina si è deprezzata non solo rispetto al dollaro, nella misura del 23%, ma anche nei confronti delle altre principali monete, ad esempio dell'11% rispetto al marco tedesco e del 16% rispetto allo yen. Tra i fattori che hanno contribuito a questo andamento vanno annoverate la debolezza dei prezzi mondiali del petrolio ed una prolungata vertenza sindacale che hanno distorto negativamente la tendenza della bilancia dei pagamenti del Regno Unito. A questi fattori si sono aggiunti, verso la fine del 1984, le incertezze circa l'orientamento di politica fiscale e monetaria. Per restaurare un clima di fiducia e per ridurre le pressioni al ribasso sul cambio, nel gennaio 1985 i tassi di interesse attivi di base delle *clearing banks* sono stati aumentati progressivamente dal 9,5 al 14%. Alla fine del mese la sterlina ha cominciato a recuperare gradualmente terreno nei confronti delle altre monete europee, ma questa ripresa si è accentuata solo all'inizio di marzo, allorché il dollaro ha segnato una svolta rispetto ai suoi massimi. Grazie alla prospettiva di consolidamento dei prezzi del petrolio e al favorevole accoglimento del nuovo bilancio, la moneta inglese non solo ha continuato ad apprezzarsi nei confronti delle

Andamenti dei tassi di cambio effettivi delle monete di alcuni paesi; 1980-85

Medie trisettimanali, indici: fine giugno 1980 = 100



altre valute europee, ma ha anche recuperato nettamente rispetto al dollaro ed allo yen. Questi sviluppi si sono riflessi sul tasso di cambio effettivo della sterlina che, dopo essere diminuito di quasi il 16% fra la fine del 1983 e la fine di gennaio del 1985, alla metà di aprile aveva recuperato il 12,5%.

All'estremo opposto, lo yen ed il dollaro canadese hanno mostrato il minor deprezzamento nei confronti del dollaro ed hanno fluttuato meno ampiamente della maggior parte delle principali valute. La relativa stabilità dello yen è illustrata dal fatto che le oscillazioni del suo tasso di cambio effettivo si sono mantenute entro un intervallo del 6% dalla fine del 1983, in quanto le variazioni del suo cambio bilaterale con il dollaro sono state ampiamente compensate da quelle nei confronti delle altre monete. Questa stabilità ha tratto sostegno dalla posizione di forza delle grandezze economiche fondamentali del Giappone – in particolare l'enorme avanzo nei pagamenti correnti, il livello stabile dei prezzi e una crescita economica in

accelerazione — nonché dalla riluttanza manifestata dalla Banca del Giappone, in base a considerazioni di cambio, ad abbassare i tassi di interesse interni. Ciò nonostante, l'andamento positivo dello yen a partire dalla primavera del 1984 è stato meno pronunciato che nell'anno e mezzo precedente, quando non solo la moneta giapponese si era apprezzata sostanzialmente nei confronti delle valute europee (ad esempio di più del 30% rispetto al marco tedesco), ma si era addirittura rafforzata nei confronti del dollaro. Questa diversità di andamento è principalmente attribuibile al fatto che nel 1984 si è avuto un volume molto più ampio di deflussi di capitali non bancari dal Giappone, in particolare per investimenti di portafoglio a lungo termine. Va inoltre rilevato che il vasto complesso di provvedimenti per deregolamentare i mercati finanziari giapponesi, concordato fra le autorità degli Stati Uniti e del Giappone nel maggio del 1984, aveva come principale scopo dichiarato il rafforzamento dello yen, in particolare nei confronti del dollaro; tuttavia la sua efficacia a tale riguardo permane tuttora incerta.

La relativa stabilità del tasso di cambio del dollaro canadese è stata invece il risultato non tanto di forze spontanee del mercato quanto di un'azione deliberata delle autorità. A causa degli stretti legami commerciali e finanziari con gli Stati Uniti, l'economia canadese è molto più esposta di quella degli altri paesi agli effetti derivanti da un dollaro forte, come le spinte inflazionistiche e l'impatto sulla allocazione di risorse fra l'industria esportatrice e gli altri settori. Le autorità canadesi hanno pertanto limitato il deprezzamento del dollaro canadese nei confronti della moneta statunitense mantenendo i tassi di interesse ben al disopra di quelli statunitensi, nonostante la forte disoccupazione interna e anche se ciò comportava un sensibile apprezzamento del dollaro canadese nei confronti delle principali monete europee.

La crescente variabilità dei tassi di cambio del dollaro. Un aspetto saliente degli andamenti del mercato dei cambi in alcuni periodi a partire dal settembre 1984 è stato l'elevato livello di variabilità a breve termine mostrato dal tasso di cambio del dollaro. La tabella seguente presenta due misure della variabilità giornaliera dei tassi di cambio: il numero di giorni nei quali per ciascun mese, a partire dall'agosto del 1984, le variazioni del cambio sono state superiori all'1% e lo scarto quadratico medio dei movimenti giornalieri del cambio rispetto alla media di tali movimenti. Le variazioni giornaliere riportate nella tabella sono riferite ai tassi registrati a mezzogiorno. Tuttavia, dato che nell'arco delle ventiquattr'ore i movimenti possono essere stati anche più ampi, le cifre della tabella probabilmente sottostimano l'effettivo grado di variabilità.

La tabella indica che si sono avuti due periodi di variabilità giornaliera eccezionalmente elevata. Il primo comprende i mesi di settembre e ottobre 1984, mentre il secondo è iniziato alla fine del febbraio 1985 e continua ancora al momento attuale (metà maggio). Entrambi questi periodi includono brevi fasi di rapido apprezzamento del dollaro, seguite da interventi ufficiali e da un'inversione di movimento. Il secondo periodo si differenzia tuttavia dal primo in quanto, dopo l'inversione, le variazioni giornaliere anziché diminuire, diventano addirittura più ampie e, nel caso del cambio dollaro/marco e dollaro/sterlina, raggiungono valori eccezionali. Nell'aprile 1985, ad esempio, le variazioni giornaliere del dollaro nei confronti del marco sono state superiori all'1% nella metà dei giorni lavorativi, e quelle del cambio fra il dollaro e la sterlina nei due terzi dei giorni lavorativi. Anche

Variabilità giornaliera di determinati tassi di cambio del dollaro*

Periodi	Marco	Yen	Sterlina
	cifre mensili		
1982 (medie)	3 (0,66)	4½ (0,76)	2 (0,59)
1983 (medie)	2 (0,55)	1 (0,52)	1½ (0,53)
1984 gennaio-luglio (medie)	3 (0,66)	1 (0,42)	2 (0,55)
agosto	3 (0,71)	— (0,50)	2 (0,60)
settembre	7 (1,41)	— (0,43)	7 (1,19)
ottobre	4 (0,74)	1 (0,40)	4 (0,70)
novembre	3 (0,84)	— (0,41)	2 (0,83)
dicembre	— (0,51)	— (0,30)	1 (0,49)
1985 gennaio	1 (0,48)	— (0,31)	5 (0,71)
febbraio	3 (1,21)	4 (0,70)	6 (1,09)
marzo	7 (1,07)	2 (0,54)	8 (1,48)
aprile	11 (1,30)	3 (0,67)	14 (1,53)
1-15 maggio	6 (1,39)	— (0,45)	1 (0,92)

* La variabilità è misurata dal numero dei giorni in cui la variazione dei tassi di cambio è stata superiore all'1%. I valori tra parentesi sono gli scarti quadratici medi delle variazioni percentuali giornaliere dei tassi di cambio.

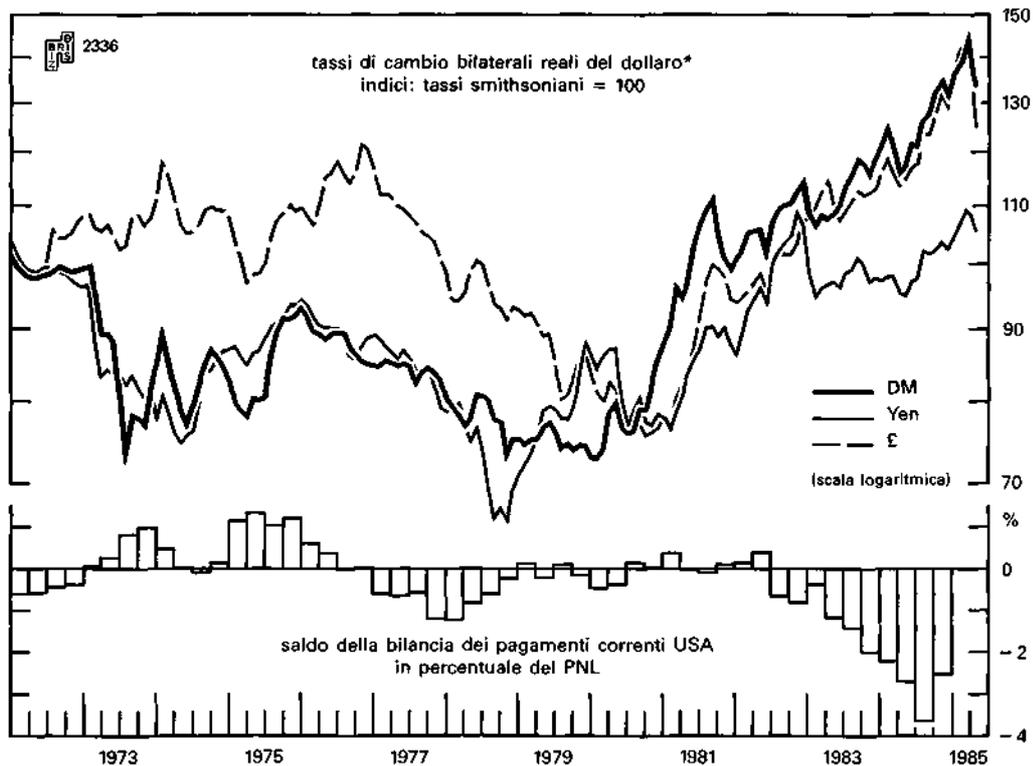
i movimenti del cambio dollaro/yen sono aumentati nel periodo febbraio-aprile 1985, ma non hanno raggiunto l'ampiezza di quelli del tasso di cambio con il marco e la sterlina. Nella prima metà di maggio il cambio dollaro/marco ha continuato ad essere eccezionalmente instabile, mentre si sono ridotti i movimenti giornalieri del corso del dollaro nei confronti di yen e sterlina.

La forte variabilità dei tassi di cambio a breve termine può essere la conseguenza di due tipi di situazioni di mercato alquanto diverse. Allorché le aspettative degli operatori sono fortemente orientate in un unico senso, come è avvenuto nelle prime tre settimane del settembre 1984 e nel febbraio 1985, si possono produrre ampi movimenti giornalieri unidirezionali dei tassi di cambio. Oppure si può avere una situazione opposta: una marcata incertezza del mercato circa la probabile tendenza futura dei cambi determina variazioni giornaliere di eccezionale ampiezza in entrambe le direzioni. Questo secondo tipo di situazione è prevalso dopo gli interventi ufficiali tra fine settembre ed inizio ottobre 1984 e tra fine febbraio ed inizio marzo 1985. Ma mentre nel primo caso la pausa nell'andamento ascendente del dollaro è stata alquanto breve, gli effetti prodotti nella primavera del 1985 paiono essere stati più durevoli. E' probabile che ciò sia conseguenza non solo della maggiore dimensione degli interventi e della palese partecipazione degli Stati Uniti agli stessi, ma anche di alcuni altri fattori, in particolare della lenta crescita dell'economia USA nel primo trimestre del 1985. Poiché la fiducia nel dollaro era evidentemente meno forte che in passato, senza che nessun'altra moneta avesse preso il suo posto, il mercato non ha più mostrato una direzione ben definita. Gli interventi ufficiali, suscitando una certa cautela e riluttanza a costituire posizioni allo scoperto, possono pertanto essere stati, almeno in parte, all'origine dell'aumentata variabilità dei tassi di cambio osservata recentemente. Tuttavia, ampie oscillazioni giornaliere nei tassi di cambio che si traducono in una variazione complessiva modesta possono essere meno dannose di movimenti unidirezionali che portano i cambi a livelli insostenibili nel lungo periodo.

L'evoluzione del dollaro in un'ottica di più lungo periodo. L'andamento del dollaro nel corso del 1984 e agli inizi del 1985 è stato indubbiamente ragguardevole, ma, se inquadrato in un'ottica di più lungo periodo, l'apprezzamento cumulativo della moneta americana appare addirittura straordinario. Fra il minimo toccato nel 1978 e la fine di febbraio del 1985 il suo tasso di cambio effettivo nominale è salito dell'80%, ed i tassi bilaterali reali (stimati sulla base dei movimenti dei prezzi relativi all'ingrosso dei beni finali) rispetto al marco tedesco ed allo yen si sono apprezzati rispettivamente del 95 e del 65%. In una retrospettiva ancora più lunga, ai livelli massimi raggiunti di recente, il tasso di cambio reale del dollaro rispetto al marco tedesco e alla sterlina superava del 40% le rispettive parità post-smithsoniane (dicembre 1971), mentre persino nei confronti dello yen il dollaro si è apprezzato in termini reali di circa il 10% nell'arco di questo periodo.

La forza del dollaro negli anni recenti è tanto più straordinaria se si considera la struttura della bilancia dei pagamenti che l'ha alimentata così a lungo. Agli inizi degli anni ottanta, quando cominciò l'attuale periodo di forza del dollaro, la bilancia dei pagamenti correnti USA era solo moderatamente attiva, e dai primi mesi del 1982 essa ha mostrato un disavanzo in progressiva espansione. Non esistono altri esempi di un fenomeno siffatto, ossia di una moneta che continua a rafforzarsi sulla base di sempre maggiori afflussi di capitale, mentre le partite correnti peggiorano costantemente. Per questo aspetto la forza del dollaro negli anni ottanta contrasta

Tassi di cambio bilaterali reali del dollaro e saldo delle partite correnti USA; 1972-85



* Aggiustati sulla base delle variazioni nei prezzi all'ingrosso dei beni finali.

notevolmente con quella del marco e dello yen negli anni settanta, che si fondava su consistenti eccedenze delle partite correnti.

Un andamento eccezionale come quello mostrato dal dollaro negli ultimi anni ha dato luogo a spiegazioni contrastanti. Quali che siano state le cause esatte, sicuramente il persistere di considerevoli – anche se variabili – differenziali dei tassi di interesse internazionali a favore del dollaro è uno dei fattori esplicativi: in effetti è difficile immaginare che, in assenza di questi differenziali, gli afflussi di capitale verso gli Stati Uniti negli anni recenti sarebbero stati della stessa entità. L'affermare che i differenziali favorevoli dei tassi di interesse internazionali hanno avuto un ruolo importante nell'apprezzamento del dollaro non equivale tuttavia a sostenere che esiste una relazione stabile o prevedibile fra tali differenziali ed i movimenti dei tassi di cambio. Vi sono varie ragioni per negare che tale relazione esista, ed esse possono essere tutte illustrate con riferimento all'esperienza del dollaro.

In primo luogo, i proventi per interessi sono soltanto una delle componenti del rendimento totale atteso degli investitori sulle attività denominate in valuta estera. I guadagni attesi (o le perdite attese) di cambio possono essere, a volte, un elemento di uguale, se non maggiore, importanza. I differenziali fra i tassi di interesse a livello internazionale, di conseguenza, stimoleranno tale tipo di investimento solo quando vi è fiducia nella configurazione esistente dei tassi di cambio, e la loro influenza può anche diventare maggiore se ci si attende che siano accompagnati da guadagni di cambio. Differenziali favorevoli dei tassi di interesse possono rafforzare una moneta, e questa forza può essa stessa dare origine ad aspettative di un ulteriore apprezzamento, potenziando in questo modo l'influsso dei differenziali. E' probabile che effetti di questo tipo abbiano contribuito all'apprezzamento cumulativo del dollaro.

Una seconda ragione della mancanza di stabilità nella relazione fra i differenziali internazionali dei tassi di interesse e i movimenti dei cambi può essere che, nonostante la recente esperienza, i mercati ritengono pur sempre che nel più lungo periodo i tassi di cambio debbano riflettere, grosso modo, i differenziali di inflazione. Ciò significa che nel lungo periodo, tendenzialmente, contano i differenziali dei tassi di interesse reali piuttosto che quelli nominali. I movimenti nei differenziali reali sono, per loro stessa natura, molto difficili da identificare e possono essere il risultato non solo di variazioni dei tassi di interesse nominali, ma anche di mutamenti delle aspettative inflazionistiche. Sembra probabile che negli Stati Uniti lo scorso anno le aspettative inflazionistiche siano diminuite come conseguenza del perdurare di bassi livelli di inflazione e della moderazione negli accordi salariali, aumentando di conseguenza l'attrattiva che gli elevati tassi di interesse sul dollaro esercitavano sugli investitori esteri.

Una terza componente del rendimento atteso degli investimenti in attività denominate in valuta estera possono essere i guadagni (o le perdite) in conto capitale che derivano da variazioni nei tassi di interesse. Ad esempio, un movimento graduale verso il basso del tasso di interesse a lungo termine di una moneta può per un certo periodo aumentarne l'attrattiva per gli investitori non residenti, che contano su guadagni in termini di capitale, anche se contemporaneamente va riducendosi il differenziale dei tassi di interesse a favore di quella stessa moneta. L'ulteriore rafforzamento del dollaro negli ultimi mesi del 1984 e all'inizio del 1985 pare essere stato un esempio di tale situazione.

Quale che possa essere stata l'influenza di differenziali favorevoli dei tassi di interesse, anche altri fattori hanno contribuito alla forza del dollaro negli anni recenti. Uno di questi è costituito dalla massiccia fuga di capitali verso gli Stati Uniti all'epoca della crisi debitoria dell'America Latina nel 1982; inoltre la forte crescita dell'economia statunitense dagli ultimi mesi del 1982, accompagnata ad una vigorosa ripresa degli investimenti interni USA e ad un miglioramento dei profitti delle imprese, nonché la flessibilità mostrata dai mercati del lavoro e dei beni negli Stati Uniti hanno aumentato l'attrattiva del dollaro per gli investitori esteri.

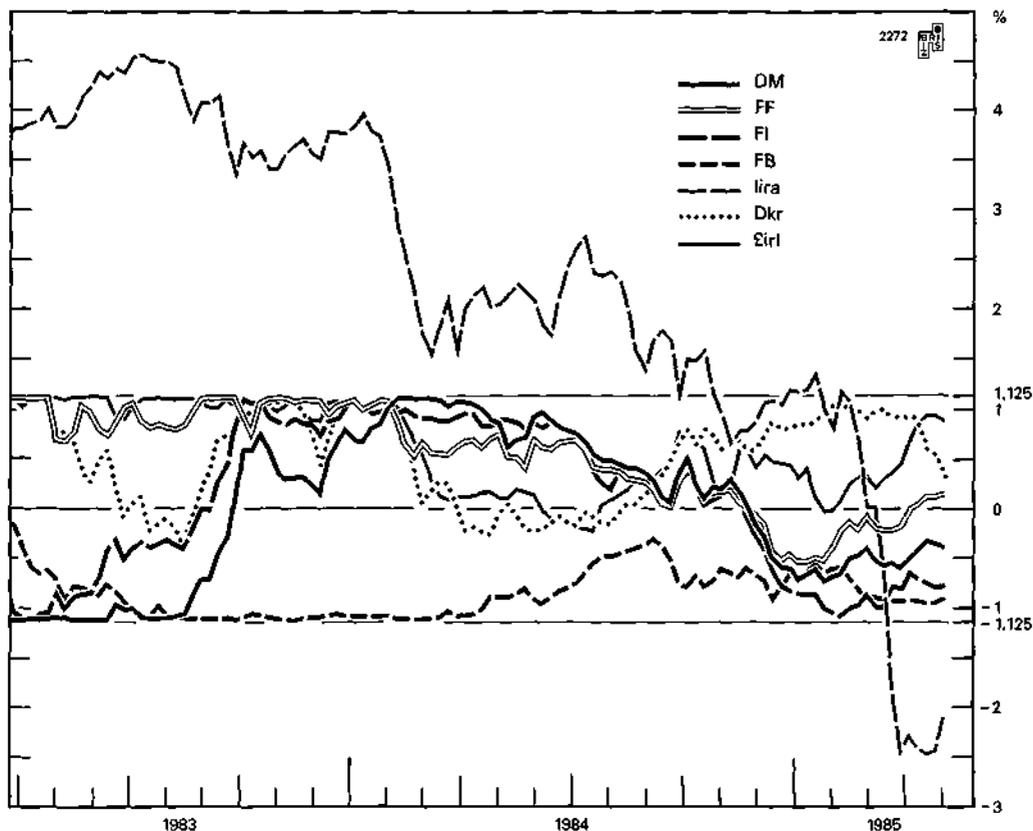
Attraverso i loro effetti sul tasso di cambio e il loro contributo all'insorgenza di un ingente disavanzo corrente nella bilancia dei pagamenti USA, gli enormi afflussi di capitale negli Stati Uniti degli anni recenti hanno sicuramente fornito uno stimolo importante all'economia del resto del mondo. Nel 1982, allorché i paesi industriali erano in una fase recessiva alquanto grave ed emergevano seri problemi connessi al debito estero di alcuni paesi in via di sviluppo, era difficile immaginare da dove potesse svilupparsi una ripresa economica mondiale se non dagli Stati Uniti, l'economia più grande del mondo e, in quanto principale centro di riserva, più di ogni altra in grado di finanziare disavanzi esterni nella propria moneta. Agli inizi del 1985, tuttavia, era chiaro che gli afflussi di capitale negli Stati Uniti avevano spinto il dollaro a livelli sostanzialmente dissociati dalle grandezze economiche fondamentali, fornendo l'esempio più spettacolare, anche se non certo l'unico, dall'introduzione dei cambi flessibili nel 1973, di come il movimento di una moneta possa finire per autoalimentarsi, in presenza di un mercato che tende ad interpretare in favore di quella moneta tutti gli andamenti economici, finanziari e di altra natura. In queste circostanze un tasso di cambio può raggiungere livelli insostenibili prima che le grandezze fondamentali facciano nuovamente sentire il loro peso. Anche per gli Stati Uniti, tuttavia, esistono dei limiti al disavanzo corrente e al deterioramento della posizione finanziaria sull'estero che non possono essere superati senza determinare una perdita di fiducia nel dollaro.

Inoltre, ci si può chiedere se è opportuno che l'economia più sviluppata del mondo sia, nel lungo periodo, importatrice netta di risparmio dal resto del mondo. Si deve pertanto concludere che, sebbene la forza del dollaro abbia indubbiamente giovato all'economia mondiale per diversi aspetti, il compito è ora quello di tornare ad una configurazione più sostenibile delle bilance dei pagamenti — negli Stati Uniti e a livello mondiale — e dei tassi di cambio, senza pregiudicare i risultati ottenuti negli ultimi due anni e mezzo e senza arrecare gravi traumi alle strutture economiche e finanziarie mondiali.

Gli andamenti dei tassi di cambio nell'ambito dello SME. In contrasto con l'evoluzione del dollaro sul mercato dei cambi, nel periodo sotto rassegna vi è stata una relativa calma per quel che riguarda il sistema di cambi fissi dello SME. Al marzo 1985 erano trascorsi due anni dall'ultimo riallineamento dei tassi centrali delle monete partecipanti; ciò costituisce il periodo di gran lunga più protratto di stabilità dei tassi di cambio nominali all'interno del sistema dalla sua introduzione nel marzo del 1979.

Agli inizi del 1984, con il temporaneo indebolimento del dollaro nei confronti delle altre principali valute, si sono avute tensioni all'interno del sistema. Rafforzandosi nei confronti del dollaro, all'inizio del febbraio 1984 il marco tedesco si è portato vicino al limite superiore della fascia di oscillazione del 2,25%, mentre

Tassi di cambio a pronti nel sistema di tassi di cambio dello SME; 1983-85
 Medie settimanali delle monete partecipanti rispetto ai propri limiti di intervento; in percentuale



il franco belga ha continuato a mantenersi prossimo al suo limite inferiore. Tuttavia, intorno alla metà del marzo 1984, quando il dollaro USA ha cominciato ancora una volta ad apprezzarsi, è iniziato un periodo di notevole convergenza nei tassi di cambio delle valute dello SME, con il risultato che agli inizi di settembre il divario tra le monete più forti e quelle più deboli all'interno della fascia ristretta si era ridotto allo 0,6%. Il marco tedesco, il franco francese e il fiorino olandese sono scesi verso i rispettivi tassi centrali, mentre il franco belga si è staccato dal margine inferiore della fascia. Escludendo la lira, rimasta nella metà superiore della sua fascia di oscillazione allargata, il marco tedesco ha continuato ad essere per la maggior parte del periodo la valuta più forte del sistema. Le banche centrali di alcuni altri paesi partecipanti hanno approfittato della convergenza dei tassi di cambio per recuperare precedenti perdite di riserve, acquistando marchi tedeschi mediante interventi intramarginali.

Nella prima parte di settembre, allorché il movimento ascendente del dollaro si è accelerato, il marco è stato sostituito dalla sterlina irlandese e dalla corona danese al margine superiore della fascia. Quando agli inizi del novembre 1984 il dollaro ha ricominciato ad apprezzarsi, il marco, il franco francese e il fiorino olandese si sono indeboliti nei confronti delle altre monete del sistema, scendendo in seguito molto al disotto delle rispettive parità. A metà dicembre il fiorino olandese è subentrato al franco belga al margine inferiore della fascia di oscillazione

e agli inizi del febbraio 1985 il suo divario rispetto alla corona danese, in quel momento la moneta piú forte della fascia ristretta, si è ampliato gradualmente fino a raggiungere il limite del 2,25%. A seguito di un aumento di 0,5 punti percentuali nel tasso di sconto della banca centrale olandese il 1° febbraio, il fiorino ha potuto scostarsi dal margine inferiore e a metà marzo il franco belga è tornato ad essere la valuta piú debole del sistema. A causa dei livelli relativamente bassi dei tassi di interesse nominali in Germania, il marco è stato, dopo il fiorino olandese e il franco belga, la valuta piú debole della fascia ristretta nel corso di un periodo di quattro mesi che va dal dicembre 1984 al marzo 1985. Alcuni altri paesi membri ancora una volta hanno approfittato di questa situazione per accrescere le proprie riserve valutarie con interventi intramarginali, mantenendo in marchi tedeschi la maggior parte degli introiti, ma acquistando anche alcune monete non partecipanti diverse dal dollaro.

La brusca diminuzione del dollaro nel mese di marzo ha avuto un modesto impatto sull'andamento delle singole valute all'interno dello SME, e il marco tedesco è rimasto nella metà inferiore della fascia. L'unica eccezione è stata la lira italiana che fra metà febbraio e la fine di marzo si è deprezzata di piú di 4 punti percentuali all'interno della sua banda di oscillazione allargata, prima di risalire leggermente nel corso del mese di aprile e agli inizi di maggio. Il perdurare dell'inflazione e il deterioramento della bilancia dei pagamenti italiana, ad essa in parte connesso, sono state probabilmente le ragioni principali di questo movimento discendente della lira, che ha fatto recuperare in certa misura le precedenti perdite di competitività internazionale.

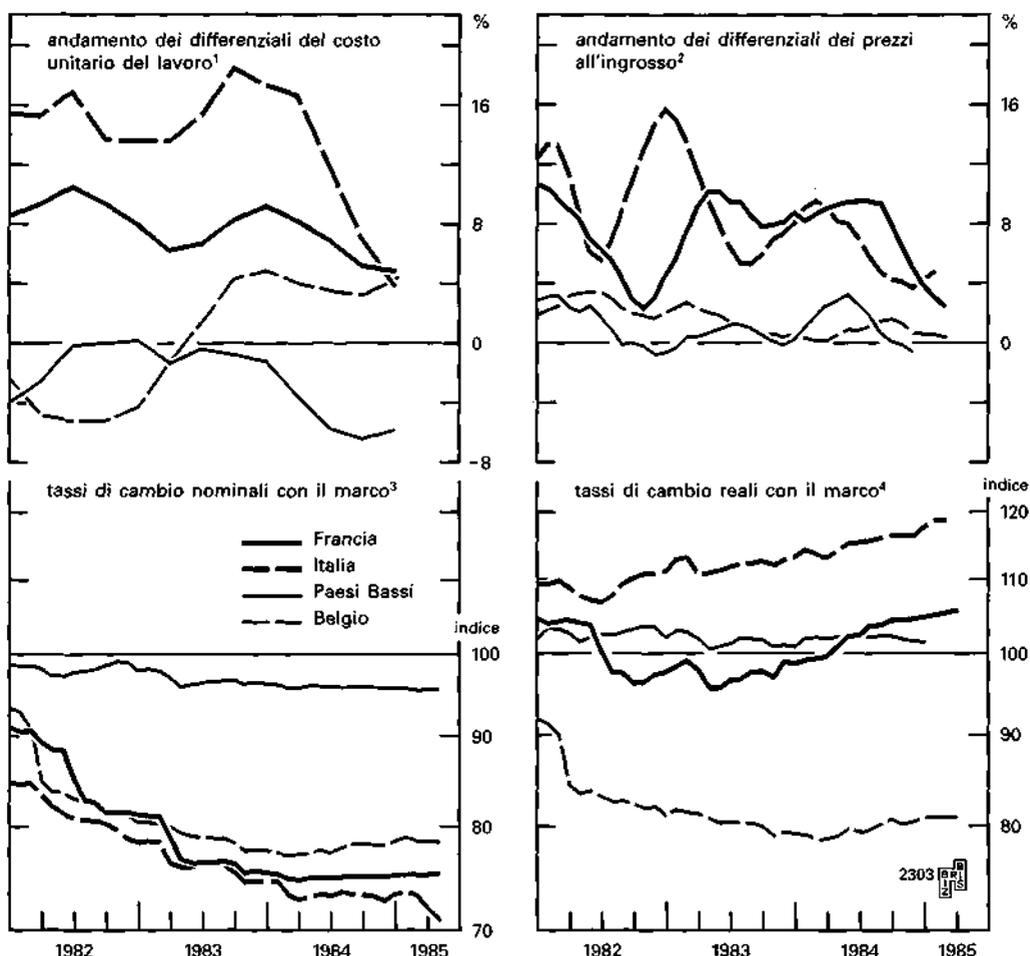
Oltre a questi sviluppi dei tassi di cambio, va rilevato che nel periodo sotto rassegna è stata modificata la composizione per valute dell'ECU, ed è stata presa una serie di provvedimenti per ampliare l'utilizzo e per accrescere l'attrattiva delle riserve in ECU. Il 17 settembre 1984, per effetto della prima revisione quinquennale della composizione del paniere dell'ECU, sono stati rettificati i pesi attribuiti alle monete partecipanti al fine di compensare in parte le variazioni derivanti dai vari riallineamenti delle parità a partire dall'adozione del sistema. I pesi sono stati modificati come segue: per il marco dal 36,9 al 32,1%, per il fiorino olandese dall'11,3 al 10,1%, per la sterlina inglese dal 15,1 al 15%, per la lira italiana dal 7,8 al 10%, per il franco francese dal 16,7 al 19%, per la sterlina irlandese dall'1 all'1,2%; il peso del franco belga è aumentato solo marginalmente, passando all'8,6% e, infine, quello della corona danese è rimasto invariato al 2,7%. Al tempo stesso è stata incorporata nel paniere, con un peso di 1,3%, la dracma greca, pur non partecipando al meccanismo dei tassi di cambio dello SME. Queste modifiche nei pesi non hanno comportato variazioni dei tassi centrali dell'ECU e delle parità bilaterali all'interno del sistema.

Nel marzo del 1985 i governatori delle banche centrali dei paesi membri della CEE hanno concordato in linea di principio una serie di provvedimenti per ampliare il ruolo internazionale dell'ECU. In primo luogo, allo scopo di facilitare la mobilitazione delle riserve ufficiali in ECU per interventi sul mercato dei cambi, la banca centrale di ogni paese partecipante allo SME potrà all'occorrenza scambiare temporaneamente ECU contro dollari o altre monete comunitarie con le altre banche centrali dei paesi membri, attraverso il Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM). In secondo luogo, potrà essere consentita la detenzione di

ECU alle banche centrali dei paesi non membri della CEE e ad alcune istituzioni monetarie internazionali. In terzo luogo, il limite per l'utilizzo di ECU da parte di paesi membri per l'estinzione di passività contratte nell'ambito dello schema di finanziamento a brevissimo termine nei confronti di altri paesi con posizioni debitorie nette in ECU dovrà essere aumentato dal 50 al 100%. Infine, per aumentare l'attrattiva delle disponibilità ufficiali in ECU, dovrà essere innalzata la base per il computo del tasso di interesse corrisposto su di esse, sostituendo la media ponderata dei tassi di sconto ufficiali nei paesi membri con quella dei tassi di interesse del mercato monetario relativi alle monete partecipanti.

L'attuale protratto periodo di stabilità dei tassi di cambio nominali all'interno dello SME è, naturalmente, dovuto in gran parte alla forza alquanto persistente del dollaro nei confronti di tutte le monete partecipanti, incluso il marco tedesco.

Indicatori di convergenza e di divergenza all'interno dello SME; 1982-85



¹Differenze fra i rispettivi costi unitari interni del lavoro nell'industria manifatturiera e quelli della Germania, calcolate come variazioni percentuali su quattro trimestri delle medie mobili di tre mesi. ²Differenze fra i rispettivi prezzi all'ingrosso interni dei beni finali e quelli della Germania, calcolate come variazioni percentuali annualizzate su sei mesi delle medie mobili di tre mesi. ³Indici, marzo 1979 = 100 (scala logaritmica). ⁴In termini di prezzi all'ingrosso relativi dei beni finali; indici, marzo 1979 = 100 (scala logaritmica).

Anche se si sono certamente avuti periodi di debolezza del dollaro, questi sono stati di durata relativamente breve. Tuttavia questa stabilità è stata altresì favorita da determinati sviluppi all'interno della stessa area SME. Innanzitutto, si è avuta un'ulteriore convergenza negli orientamenti di politica monetaria dei paesi membri. In generale i tassi di interesse sono stati mantenuti alti nei paesi a più elevata inflazione, lasciando sussistere sensibili differenziali positivi rispetto ai tassi corrispondenti nei paesi a bassa inflazione. Laddove vi è stato un certo aggiustamento verso il basso degli elevati tassi di interesse, come in Francia, in Italia e in Belgio, ciò è stato effettuato con cautela, allo scopo di evitare effetti negativi sui tassi di cambio. In secondo luogo, vi è stata una certa ulteriore convergenza nelle condizioni economiche dei paesi membri. I tassi di inflazione rilevati hanno continuato a scendere in Francia, Belgio, Italia, Danimarca e Irlanda, il che ha comportato un restringimento dei differenziali nei confronti di Germania e Paesi Bassi. Inoltre, questa riduzione dei tassi di inflazione ha avuto come base una significativa moderazione degli aumenti salariali. Anche per quanto riguarda la crescita economica va osservato che nel corso del 1984 la ripresa si è estesa a tutti i paesi membri.

In mancanza di timori di un imminente riallineamento dei tassi centrali, a partire dalla primavera del 1984 i differenziali dei tassi di interesse nominali hanno avuto un ruolo importante nella determinazione dei flussi di capitali fra i paesi membri. Come conseguenza, le monete dei paesi membri con bassa inflazione e livelli moderati dei tassi di interesse nominali hanno avuto la tendenza ad indebolirsi rispetto a quelle dei paesi con inflazione e tassi di interesse più elevati. Tuttavia questa conformazione dei movimenti dei tassi di cambio, che ha ampliato la divergenza dei cambi reali e delle posizioni concorrenziali risultanti dai differenziali di inflazione, non è senza rischi per la stabilità futura del sistema dei tassi di cambio. Anzitutto essa può accrescere le inefficienze allocative ed esercitare effetti indesiderabili sulle bilance dei pagamenti correnti dei paesi membri. Inoltre, se dovesse indebolirsi la fiducia nella sostenibilità dell'attuale struttura dei tassi centrali, potrebbe prodursi un'inversione nei movimenti di capitale, con un riflusso verso i paesi con bassi livelli di inflazione e di tasso di interesse, tale da provocare pressioni destabilizzanti sui tassi di cambio all'interno del sistema. La possibilità di mantenere un ragionevole grado di stabilità entro il sistema dipenderà sia dal fatto che l'influsso disciplinatore esercitato dall'apprezzamento in termini reali delle monete dei paesi a più alta inflazione riesca a determinare un'ulteriore convergenza verso il basso dei tassi di inflazione, sia dal corso degli eventi sul mercato del dollaro.

La produzione e il mercato dell'oro

Il periodo sotto rassegna è stato, nel complesso, caratterizzato dall'ulteriore debolezza del mercato dell'oro. Nel febbraio del 1985 il prezzo in dollari dell'oro ha raggiunto il livello più basso degli ultimi cinque anni e mezzo. La ragione principale di questo andamento è che il livello costantemente elevato dei tassi di interesse sul dollaro e l'ulteriore apprezzamento della moneta statunitense sui mercati dei cambi hanno conferito agli investimenti in dollari un'attrattiva con la quale l'oro, il cui principale richiamo consiste nel suo potenziale di apprezzamento, non poteva competere.

L'ulteriore calo del prezzo di mercato dell'oro in termini di dollari ha incoraggiato una crescita degli impieghi commerciali del metallo ed ha contribuito a contenere la contrazione negli acquisti privati. Fra la fine del 1983 e la fine di febbraio del 1985 il prezzo in dollari dell'oro è sceso di circa il 26%; quindi esso ha in parte recuperato portandosi, a metà maggio, ad un livello di circa il 16% inferiore a quello raggiunto alla fine del 1983. Poiché gran parte della diminuzione del prezzo in dollari dell'oro ha rispecchiato l'eccezionale forza del dollaro sui mercati dei cambi, in termini delle altre principali valute, ad esempio del franco svizzero, nel periodo sotto rassegna il prezzo di mercato dell'oro è variato complessivamente di poco ed è stato soggetto ad oscillazioni molto meno marcate che non in termini di dollari. Oltre a ciò, un aspetto degno di nota è stato il fatto che in Sudafrica, al quale va attribuito il 60% della produzione mondiale di oro nel 1984, il prezzo dell'oro sul mercato interno è aumentato di oltre il 30% nel corso del 1984 come conseguenza della debolezza del rand sul mercato dei cambi. Questo incremento di prezzo, essendo di gran lunga superiore al tasso di inflazione del Sudafrica, è stato in gran parte in termini reali.

Produzione mondiale di oro. Stime

Paesi	1946	1953	1970	1980	1981	1982	1983	1984
	tonnellate metriche							
Sudafrica	371,0	371,4	1.000,4	675,1	657,6	664,3	679,7	683,3
Canada	88,5	126,1	74,9	50,6	52,0	64,7	73,5	81,3
Stati Uniti	49,0	60,9	54,2	30,2	42,9	45,0	60,9	71,5
Brasile	4,4	3,6	9,0	35,0	35,0	35,0	58,7	55,1
Australia	25,6	33,4	19,3	17,0	18,4	27,0	30,6	39,0
Filippine	—	14,9	18,7	22,0	24,9	31,0	33,3	34,1
Colombia	13,6	13,6	6,3	17,0	17,7	15,9	17,9	21,3
Papua-Nuova Guinea	—	—	0,7	14,3	17,2	17,8	18,4	18,3
Cile	7,2	4,1	1,6	6,5	12,2	18,9	19,0	18,0
Zimbabwe	16,9	15,6	15,6	11,4	11,6	13,4	14,1	14,5
Ghana	18,2	22,7	22,0	10,8	13,0	13,0	11,8	11,6
Repubblica Dominicana	—	—	—	11,5	12,8	11,8	10,8	10,8
Perù	4,9	4,4	3,3	5,0	7,2	6,9	9,9	10,5
Zaire	10,3	11,5	5,6	3,0	3,2	4,2	6,0	10,0
Messico	13,1	15,0	6,2	5,9	5,0	5,2	7,4	6,8
Totale	622,7	697,2	1.237,8	915,3	930,7	974,1	1.052,0	1.086,1
Altri paesi	43,3	56,8	33,2	38,2	42,8	46,9	58,0	58,9
Produzione mondiale stimata*	666,0	754,0	1.271,0	953,5	973,5	1.021,0	1.110,0	1.145,0

* Esclusi URSS, altri paesi dell'Europa orientale, Cina e Corea del Nord.

La tendenza ascendente della produzione mondiale di oro, che ha ripreso avvio nel 1981 dopo la netta diminuzione degli anni settanta, è continuata lo scorso anno, anche se ad un ritmo considerevolmente più lento che nel 1983. Si può stimare che la produzione mondiale di oro (esclusa quella dell'URSS e degli altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) nel 1984 sia aumentata di 35 tonnellate metriche, vale a dire del 3,2%, portandosi ad un totale di 1.145 tonnellate metriche; essa ha pertanto superato del 20% il minimo toccato nel 1980, pur restando inferiore del 10% al massimo del 1970.

A differenza dell'incremento (pari all'8,7%) registrato nel 1983, la crescita della produzione mondiale di oro nel 1984 non si è distribuita uniformemente fra

i vari paesi. In particolare, la produzione del Sudafrica è cresciuta solo marginalmente, in quanto la maggiore quantità di oro trattato è stata ampiamente controbilanciata da un'ulteriore tendenza a estrarre minerale a più basso tenore aureo. Dal 1977 le imprese facenti parte della *Chamber of Mines* del Sudafrica, che producono il 97% del totale di oro sudafricano, hanno ridotto del 30% il contenuto medio di oro del minerale estratto, come conseguenza dei più elevati prezzi percepiti.

La produzione di oro degli Stati Uniti, che aveva già mostrato una netta tendenza ascendente negli anni precedenti, l'anno scorso è salita di 10,6 tonnellate, ovvero del 17,4%, grazie al diffondersi di più efficienti processi di trattamento di materiale a basso tenore estratto da piccoli giacimenti. In Australia e Canada l'aumento è stato rispettivamente di 8,4 e 7,8 tonnellate. D'altro canto, la produzione di oro è diminuita in Brasile e in Cile.

Mercato dell'oro: fonti e impieghi. Stime

Voci	1980	1981	1982	1983	1984
	tonnellate metriche				
Produzione	955	975	1.020	1.110	1.145
Vendite nette da parte dei paesi socialisti, stime . . .	90	300	200	80	100
Variazioni nelle disponibilità auree ufficiali mediante operazioni di mercato ^{1,2} , stime (- = aumento)	- 75	-100	100	75	20
Totale (= impieghi non monetari, stime)	970	1.175	1.320	1.265	1.265

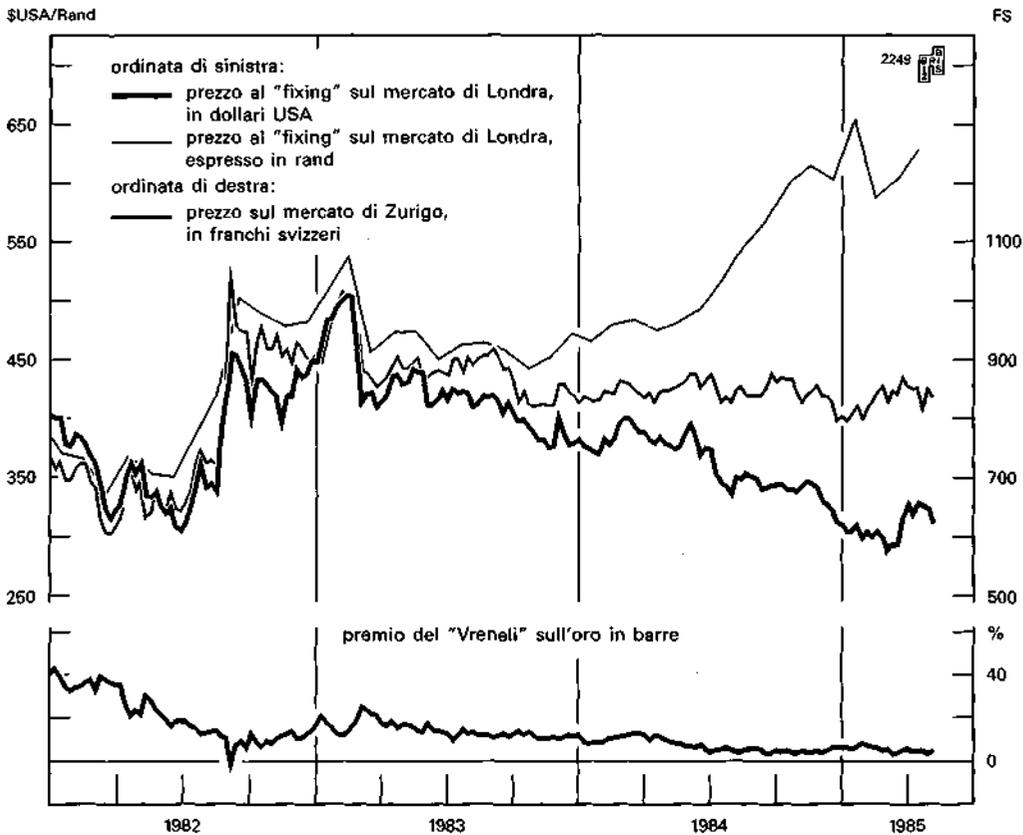
¹ Secondo le segnalazioni del FMI. ² Le variazioni delle riserve auree del Sudafrica sono state escluse dai movimenti delle disponibilità ufficiali in questa tabella, giacché si ritiene che esse abbiano riflesso in larga misura la costituzione o la liquidazione di *swaps* in oro tra la banca centrale sudafricana e le banche commerciali di altri paesi.

Per quel che riguarda le altre fonti di offerta sul mercato, si può stimare che le vendite nette di oro dei paesi socialisti lo scorso anno siano state di circa 100 tonnellate, con un incremento di 20 tonnellate rispetto al 1983, mentre le riserve ufficiali auree secondo i dati del Fondo Monetario Internazionale sono diminuite di 20 tonnellate. Tale contrazione è dovuta in primo luogo alla Colombia, che ha ridotto le proprie riserve di oro di 89 tonnellate, portandole a 43 tonnellate alla fine del 1984. Inoltre, gli Stati Uniti hanno registrato un calo di circa 18,5 tonnellate nelle proprie disponibilità ufficiali auree. Per contro, le riserve ufficiali di oro del Brasile, dell'Ungheria e delle Filippine sono aumentate rispettivamente di 29, 16,5 e 15,5 tonnellate. Complessivamente si può stimare che nel 1984 il totale di oro disponibile per impieghi non monetari sia ammontato a 1.265 tonnellate, come nel 1983.

Nel periodo in esame l'evoluzione del prezzo di mercato dell'oro in termini di dollari è stata dominata dagli andamenti dei cambi. Dopo una partenza debole, che ha fatto scendere le quotazioni dal livello di \$ 381 per oncia di fino al termine del 1983 a \$ 364 nella prima decade di gennaio del 1984, il prezzo dell'oro ha avuto due fasi di rafforzamento nel corso del primo semestre del 1984, in corrispondenza di periodi di cedimento del dollaro: una prima volta a febbraio e agli inizi di marzo, allorché le quotazioni hanno raggiunto \$ 407 per oncia di fino, ossia il livello più alto registrato nel periodo sotto rassegna, e di nuovo tra la fine di maggio e gli inizi di giugno, quando il prezzo si è temporaneamente stabilizzato a \$ 394, dopo che esso era diminuito fino a \$ 370 nei primi giorni di maggio.

Prezzi di mercato dell'oro in dollari USA, in franchi svizzeri e in rand sudafricani; 1982-85

Per il dollaro USA e il franco svizzero, valori di fine settimana per oncia di fino
Per il rand sudafricano, medie mensili per oncia di fino



Tuttavia, questo secondo recupero è stato rapidamente annullato, allorché il dollaro si è nuovamente rafforzato ed i tassi di interesse sulla moneta USA hanno continuato a segnare incrementi alquanto marcati; nella seconda settimana di luglio, le quotazioni dell'oro erano scese a \$332,5 per oncia di fino. Nei quattro mesi successivi le quotazioni sono nel complesso risalite, passando a circa \$350 a metà novembre. L'ulteriore rafforzamento del dollaro sui mercati dei cambi ha in seguito prodotto un netto calo nel prezzo di mercato dell'oro, sceso a poco meno di \$285 per oncia verso la fine del febbraio 1985. Il successivo indebolimento del dollaro si è accompagnato ad una ripresa del prezzo di mercato dell'oro, che è tornato a circa \$335 a metà aprile del 1985, prima di ridiscendere a circa \$320 a metà maggio.

Le riserve e la liquidità internazionale

Il 1984 è stato un anno particolare per quel che riguarda la liquidità internazionale. Da un lato, il disavanzo di oltre \$100 miliardi delle partite correnti USA si è accompagnato ad un ulteriore ampio aumento delle attività nette identificate del resto del mondo nei confronti degli Stati Uniti - di cui una gran parte in forma liquida o negoziabile - ed a considerevoli afflussi non identificati di fondi negli

Stati Uniti. In termini generali, pertanto, l'anno scorso si è avuto un considerevole aumento delle disponibilità in dollari del resto del mondo detenute negli Stati Uniti in forma liquida o potenzialmente liquida. D'altro canto, poiché la maggior parte delle nuove attività in dollari del resto del mondo è stata acquisita da investitori privati, vi è stato soltanto un incremento relativamente modesto, pari a \$ 16 miliardi, nelle riserve ufficiali non auree, escluse quelle dei paesi dell'Europa orientale, mentre il valore di mercato in termini di dollari delle riserve totali in oro, per effetto della persistente forza del dollaro, ha mostrato un'ulteriore marcata diminuzione.

In termini di dollari correnti, l'anno scorso la crescita delle riserve non auree dei paesi è stata del 4%, ma la diminuzione del 2% del valore unitario dei beni a

Variazioni nelle riserve globali; 1982-84

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva sul FMI	DSP	ECU	Totale riserve non auree	
	in milioni di onces	in miliardi di dollari USA, a prezzi correnti ¹					
Gruppo dei Dieci							
1982	- 0,3	35,4	- 10,8	3,3	1,8	- 8,4	- 14,1
1983	- 0,8	- 49,5	2,7	7,2	- 3,1	3,2	10,0
1984	- 0,6	- 53,7	4,2	- 0,1	0,7	- 6,9	- 2,1
Consistenze alla fine del 1984	737,8	228,0	103,5	24,8	11,9	37,3	177,5
Altri paesi sviluppati²							
1982	- 1,7	3,5	0,8	- 0,3	- 0,2	-	0,3
1983	- 1,3	- 6,3	2,6	0,9	- 0,5	0,4	3,4
1984	- 0,3	- 6,4	6,9	-	0,3	- 0,4	6,8
Consistenze alla fine del 1984	86,6	26,8	44,9	2,2	1,2	0,4	48,7
Paesi OPEC							
1982	0,3	2,2	- 11,4	0,7	0,2	-	- 10,5
1983	0,1	- 2,9	- 8,2	4,4	- 0,7	-	- 4,5
1984	0,1	- 3,1	- 2,8	0,5	0,1	-	- 2,2
Consistenze alla fine del 1984	44,0	13,6	54,1	12,3	1,7	-	68,1
Altri paesi in via di sviluppo³							
1982	- 1,8	2,8	- 0,7	- 0,4	- 1,3	-	- 2,4
1983	- 0,4	- 5,0	7,4	0,3	- 0,2	-	7,5
1984	- 1,0	- 5,6	14,4	- 0,6	- 0,1	-	13,7
Consistenze alla fine del 1984	71,9	22,2	97,5	1,4	1,3	-	100,2
Totale paesi precedenti							
1982	- 3,5	43,9	- 22,1	3,3	0,5	- 8,4	- 26,7
1983	- 2,4	- 63,7	4,5	12,8	- 4,5	3,6	16,4
1984	- 1,8	- 68,8	22,7	- 0,2	1,0	- 7,3	16,2
Consistenze alla fine del 1984	940,3	290,6	300,0	40,7	16,1	37,7	394,5
Posta per memoria:							
Paesi dell'Europa orientale⁴							
1982	(- 1,1) ⁵	(- 0,2) ⁵	1,0	-	-	-	1,0
1983	(- 1,0) ⁵	(- 0,1) ⁵	1,8	-	-	-	1,8
1984	(- 0,6) ⁵	(- 0,2) ⁵	2,7	-	-	-	2,7
Consistenze alla fine del 1984	(- 5,8) ⁵	(- 1,8) ⁵	22,7	-	-	-	22,7

¹ Riserve auree valutate ai prezzi di mercato. ² Esclusi i paesi dell'Europa orientale. ³ Compresi (a differenza del Capitolo V) Israele e (a differenza del Capitolo VI) i centri finanziari *offshore*. ⁴ Le cifre fornite per questo gruppo di paesi sono alquanto incomplete. Per Ungheria e Romania i dati sulle riserve sono quelli notificati al Fondo Monetario Internazionale, mentre per gli altri paesi del gruppo - Albania, Bulgaria, Cecoslovacchia, Repubblica democratica tedesca, Polonia e URSS - i dati sono quelli dei depositi lordi detenuti presso banche dichiaranti trimestralmente alla BRI. ⁵ Solo Ungheria e Romania.

mercato internazionale indica che l'incremento in termini reali è stato dell'ordine del 6%. Questo incremento è inferiore alla crescita del commercio mondiale, che è stata del 6,5% in termini nominali e del 9% in termini di volume. Tuttavia, il ritmo effettivo di espansione della liquidità internazionale risulta ancora una volta sottostimato a causa del continuo apprezzamento della moneta USA che ha ridotto il valore in dollari delle attività di riserva denominate in altre valute. In termini di dollari a tassi di cambio costanti di fine 1984, l'anno scorso le attività ufficiali non auree sono aumentate di circa \$ 35 miliardi, ovvero di quasi il 10%.

Il persistente apprezzamento del dollaro è stato altresì il fattore principale dell'ulteriore flessione del prezzo dell'oro sul mercato libero nel 1984, alla quale è dovuta quasi per intero la diminuzione di \$ 69 miliardi – ossia del 19% – del valore di mercato delle riserve auree. Si può dire che questo calo ha controbilanciato in certa misura la maggiore liquidità risultante dall'incremento di altre attività di riserva. Tuttavia, mentre il calo del prezzo di mercato dell'oro si è ripercosso soprattutto sulle riserve dei paesi del Gruppo dei Dieci, molti dei quali hanno una solida posizione di riserva complessiva, buona parte dell'aumento nelle attività ufficiali non auree dell'anno scorso si è tradotta in un miglioramento, oltremodo necessario, della posizione di riserva dei PVS non OPEC.

Se si considerano i vari tipi di attività, la crescita delle riserve nel 1984 è stata alquanto diversa da quella del 1983. In quell'anno l'aumento, almeno in termini di dollari correnti, era stato essenzialmente "amministrato", nel senso che era consistito in gran parte in un incremento nelle posizioni di riserva sul FMI di determinati paesi, in conseguenza dell'eccezionale ampiezza delle operazioni di prestito del Fondo indotte dalla crisi debitoria internazionale. Nel 1984, durante il quale la combinazione della spinta espansiva proveniente dall'economia USA, dell'azione di aggiustamento dei paesi debitori e di un certo allentamento delle tensioni sulla scena finanziaria internazionale ha consentito a numerosi paesi di migliorare i loro conti con l'estero, la crescita delle riserve non auree è invece interamente attribuibile ad una espansione di \$ 22,7 miliardi delle disponibilità ufficiali in valuta estera, di cui quasi un quarto sotto forma di incremento delle riserve in marchi tedeschi. Per converso, le disponibilità ufficiali in ECU sono diminuite di \$ 7,3 miliardi in termini di dollari correnti, in gran parte per effetto delle variazioni di valutazione e del più basso prezzo ufficiale dell'oro, usato per operazioni *swap* di oro contro ECU fra i paesi membri del Sistema monetario europeo e il Fondo europeo di cooperazione monetaria.

L'anno scorso le posizioni di riserva dei paesi membri sul Fondo Monetario Internazionale, più le disponibilità di DSP – che nel 1983, a seguito dell'aumento generale delle quote del Fondo e dell'ammontare eccezionale di prelievi, avevano nel complesso registrato un'espansione di \$ 8,3 miliardi – sono aumentate solo marginalmente di \$ 0,8 miliardi. A tassi di cambio costanti, tuttavia, l'anno scorso le posizioni di riserva sul FMI e le disponibilità in DSP sono aumentate rispettivamente di \$ 2,4 e 2 miliardi. I nuovi prelievi lordi sul Fondo sono ammontati a DSP 8,1 miliardi, con un calo di DSP 6 miliardi rispetto alla punta toccata nel 1983. Poiché i riacquisti complessivi, pari a DSP 2,3 miliardi, sono leggermente aumentati, l'ammontare netto dei nuovi crediti accordati dal FMI è stato di DSP 5,8 miliardi, ossia meno della metà della cifra relativa al 1983. Quasi DSP 5 miliardi dei nuovi prelievi netti dello scorso anno sono stati effettuati dai PVS

non OPEC; fra questi, i paesi dell'emisfero occidentale da soli hanno ricevuto DSP 3,7 miliardi. Il Brasile ed il Messico, che già avevano ampiamente prelevato nel 1983, sono stati i principali destinatari di nuovi fondi, per DSP 1,7 e 1,3 miliardi rispettivamente. Fra gli altri PVS, l'India e la Corea hanno prelevato rispettivamente DSP 0,5 e 0,4 miliardi. Nell'Europa orientale, l'Ungheria ha ottenuto DSP 0,5 miliardi, mentre nel gruppo degli "Altri paesi sviluppati" il Portogallo, con nuovi prelievi per DSP 0,2 miliardi, è stato l'unico destinatario importante di nuovi crediti del FMI.

Per quel che riguarda i mezzi di pagamento utilizzati per le operazioni di prestito del Fondo, il 93% dei nuovi prelievi netti è stato effettuato in DSP (DSP 2,7 miliardi), dollari USA (DSP 2,1 miliardi) e riyal dell'Arabia Saudita (DSP 0,6 miliardi). I prelievi sono stati finanziati dal Fondo usando non solo le proprie consistenze in valute utilizzabili e in DSP, ma anche una parte delle linee di credito reseglì disponibili nell'aprile 1984 da un certo numero di paesi industriali membri e dall'Arabia Saudita.

Disaggregando per gruppi di paesi, nel 1984 il più ampio aumento nelle riserve non auree, pari a \$13,7 miliardi, è stato quello dei PVS non OPEC; inoltre, le disponibilità non auree dei paesi sviluppati al di fuori del Gruppo dei Dieci si sono incrementate di \$6,8 miliardi. Le riserve dei paesi del Gruppo dei Dieci e dei paesi OPEC, per converso, sono diminuite rispettivamente di \$2,1 e 2,2 miliardi in termini nominali, anche se nel Gruppo dei Dieci il calo è il risultato di una contrazione ancora maggiore per effetto delle variazioni di cambio.

Le acquisizioni dei PVS non OPEC, che in larga misura hanno riflesso gli sforzi di alcuni paesi fortemente indebitati per migliorare la propria posizione di bilancia dei pagamenti, hanno riguardato interamente le riserve valutarie, aumentate di \$14,4 miliardi, ossia di quasi il doppio rispetto al 1983. La posizione di riserva sul FMI di questi paesi è diminuita ulteriormente di \$0,6 miliardi e, come nei due anni precedenti, essi hanno continuato ad attingere in una certa misura alle proprie riserve auree. In America Latina, le riserve non auree del Brasile sono passate da \$4,4 a 11,5 miliardi e quelle del Messico da \$3,9 a 7,3 miliardi, mentre l'Argentina ha recuperato \$0,6 miliardi della perdita di riserve di \$1,3 miliardi subita l'anno precedente. Le riserve di Trinidad e Tobago e quelle della Colombia, invece, hanno registrato un calo rispettivamente di \$0,7 e 0,5 miliardi.

Fra gli altri PVS non OPEC, l'India e Singapore hanno registrato incrementi di circa \$1 miliardo ciascuno, mentre le riserve totali non auree del Libano sono diminuite da \$1,9 miliardi a poco meno di \$0,7 miliardi, e quelle del Pakistan si sono contratte di \$0,9 miliardi. La Cina ha incrementato di \$2,4 miliardi le proprie riserve nei primi nove mesi dell'anno, ma questo aumento si è in gran parte annullato nel quarto trimestre.

La contrazione delle riserve totali non auree rilevate dei paesi OPEC, pari a \$2,2 miliardi, è stata circa la metà di quella subita nel 1983. In particolare, le riserve in valute, che nel 1983 avevano registrato un calo di \$8,2 miliardi, sono diminuite di soli \$2,8 miliardi, per lo più a causa degli effetti di cambio. All'interno del gruppo OPEC le maggiori perdite di riserve rilevate sono state quelle dell'Arabia Saudita (-\$2,5 miliardi), della Libia (-\$1,6 miliardi), del Kuwait (-\$0,6 miliardi) e dell'Algeria (-\$0,4 miliardi), mentre l'Indonesia ed il Venezuela hanno registrato miglioramenti di \$1,1 e 1,3 miliardi rispettivamente.

Nell'ambito dei paesi sviluppati, l'incremento aggregato di \$6,8 miliardi nelle riserve dei paesi al di fuori del Gruppo dei Dieci è stato doppio rispetto a quello del 1983. La Spagna e la Norvegia da sole hanno registrato aumenti di \$4,6 e 2,7 miliardi rispettivamente; consistenti incrementi delle riserve non auree sono stati registrati anche dalla Finlandia (\$1,5 miliardi) e dalla Nuova Zelanda (\$1 miliardo). L'Australia e il Sudafrica, d'altro canto, hanno segnato diminuzioni delle proprie riserve rispettivamente di \$1,4 e 0,6 miliardi.

La contrazione delle riserve non auree dei paesi del Gruppo dei Dieci è dovuta alla diminuzione di \$6,9 miliardi del valore in termini di dollari correnti delle disponibilità in ECU dei membri del Sistema monetario europeo, cui si è già fatto riferimento. Le altre attività di riserva non auree dei paesi del Gruppo dei Dieci hanno mostrato nel complesso un aumento di \$4,8 miliardi, ovvero di circa \$9 miliardi se si escludono gli effetti di cambio. Le riserve degli Stati Uniti sono aumentate di \$1,2 miliardi e quelle del Giappone di \$1,8 miliardi, malgrado il deprezzamento dello yen nei confronti del dollaro. In Canada, invece, la debolezza del tasso di cambio si è riflessa in una diminuzione delle riserve in valuta, scese da \$2,7 a 1,7 miliardi.

Passando a considerare i paesi europei del Gruppo dei Dieci ed escludendo le posizioni in ECU, miglioramenti consistenti delle riserve sono stati ottenuti da Francia (\$3 miliardi) ed Italia (\$1,8 miliardi), che hanno beneficiato della stabilità delle rispettive monete all'interno dello SME e degli elevati livelli dei loro tassi di interesse nominali. Le riserve valutarie del Regno Unito, per contro, sono diminuite di \$1,3 miliardi. Le riserve in valuta della Germania hanno mostrato in complesso una variazione di lieve entità nel corso del 1984, in quanto gli interventi sul mercato dei cambi per contenere l'apprezzamento del dollaro nei confronti del marco tedesco sono stati all'incirca compensati dagli interessi percepiti sulle riserve in dollari e da altri introiti ufficiali in dollari.

Si può stimare che nel primo trimestre del 1985 le riserve non auree dei paesi del Gruppo dei Dieci, escluse quelle in ECU, siano diminuite di \$6 miliardi. Le disponibilità ufficiali in valuta estera sono calate di \$6,2 miliardi, di cui più di \$2 miliardi vanno ascritti alla liquidazione di *swaps* fra la Banca Nazionale Svizzera e le banche commerciali svizzere. Gli interventi ufficiali su vasta scala nel mercato dei cambi fra la fine di gennaio e gli inizi di marzo, ammontati a quasi \$11 miliardi, si sono riflessi solo in misura limitata in variazioni nelle riserve valutarie aggregate dei paesi del Gruppo dei Dieci, dato che l'entità delle riserve dei singoli paesi è influenzata da numerosi altri fattori, fra cui l'indebitamento ufficiale all'estero e i proventi da interessi sulle attività di riserva. Nel primo trimestre 1985 sono state registrate perdite nelle riserve in Germania (-\$2,7 miliardi), Italia (-\$2,4 miliardi) e Paesi Bassi (-\$0,4 miliardi). Per quel che riguarda l'Italia, la dimensione del calo delle riserve ha principalmente rispecchiato la debolezza della lira nei confronti delle altre valute dello SME. D'altro canto, le riserve sia della Francia sia del Canada si sono accresciute di \$0,6 miliardi. Gli interventi degli Stati Uniti sul mercato dei cambi si sono in parte tradotti in un miglioramento di \$0,4 miliardi nelle riserve valutarie USA.

Per quanto concerne l'impiego delle riserve valutarie, l'aspetto saliente del 1984 è che la maggior parte delle nuove riserve acquisite è stata collocata al di fuori degli Stati Uniti. Le passività degli Stati Uniti nei confronti delle istituzioni ufficiali

estere sono aumentate di soli \$ 4,8 miliardi. I depositi ufficiali in eurodollari, che per effetto di una certa crisi di fiducia e della diminuzione delle riserve OPEC avevano mostrato in media una contrazione di più di \$ 10 miliardi l'anno nel 1981-83, sono aumentati di \$ 9 miliardi nel corso del 1984. Inoltre, i depositi ufficiali in eurovalute diverse dal dollaro, insieme ai depositi ufficiali sui mercati nazionali al di fuori degli Stati Uniti che, dopo essere calati di più del 40% nel 1981-82, avevano già cominciato a recuperare nel 1983, lo scorso anno sono aumentati di ulteriori \$ 4,1 miliardi in termini di dollari correnti, passando ad un totale di \$ 39,6 miliardi. Complessivamente, la crescita delle riserve ufficiali detenute presso le banche al di fuori degli Stati Uniti nel 1984 è stata di \$ 13,1 miliardi in termini di dollari correnti e di \$ 17,5 miliardi se valutata a dollari costanti.

Struttura degli impieghi delle riserve valutarie; 1981-84

Voci	Flussi				Consistenze a fine 1984
	1981	1982	1983	1984	
miliardi di dollari USA					
1. Depositi presso banche nei paesi europei¹, in Canada e in Giappone:					
a) sui mercati nazionali	- 1,4	- 3,5	- 1,3	1,0	12,2
marchi tedeschi	- 1,6	- 0,5	- 0,8	- 0,7	1,2
franchi svizzeri	1,0	- 1,3	- 0,4	- 0,1	0,9
yen	0,8	- 0,4	- 0,3	1,6	6,3
sterline	- 0,8	- 0,1	0,3	0,5	2,6
franchi francesi	- 0,8	- 0,2	-	- 0,1	0,5
altre monete	-	- 1,0	- 0,1	- 0,2	0,7
b) sugli euromercati	-17,9	-24,4	- 6,5	10,5	85,7
dollari	- 8,8	-12,2	- 9,0	7,6	58,9
marchi tedeschi	- 5,4	- 7,0	2,1	2,8	16,7
franchi svizzeri	- 1,1	- 2,9	- 0,5	- 0,1	3,6
yen	-	- 0,8	1,2	0,5	2,9
sterline	- 1,1	- 0,6	- 0,1	-	0,5
franchi francesi	- 0,8	- 1,4	- 0,1	0,1	0,4
altre monete ²	- 0,7	0,5	- 0,1	- 0,4	2,7
2. Depositi presso alcune filiali offshore di banche USA³	- 0,7	- 1,7	-	1,6	4,9
Totale 1 + 2	-20,0	-29,6	- 7,8	13,1	102,8
di cui: dollari	- 9,3	-13,9	- 8,9	9,0	63,2
altre monete	-10,7	-15,7	1,1	4,1	39,6
<i>Posta per memoria:</i>					
<i>passività USA dichiarate verso istituzioni ufficiali estere (esclusi i dollari oggetto di swap contro ECU)</i>	4,8	2,8	6,5	4,8	168,4
<i>totale dei depositi dei paesi OPEC⁴ presso le banche dichiaranti⁵ al di fuori degli Stati Uniti</i>	- 0,9	-27,4	-17,1	-3,8	120,3

Nota: le cifre riportate in tabella comprendono le variazioni nel valore in dollari delle riserve detenute in altre moneta conseguenti ai movimenti del tasso di cambio.

¹ Austria, Belgio-Lussemburgo, Danimarca, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera. I flussi per il 1984 e le consistenze a fine 1984 includono anche dati per la Finlandia, la Norvegia e la Spagna.
² Inclusi i depositi in ECU. ³ Nelle Bahamas, nelle Isole Cayman, a Panama, Hong Kong e Singapore. ⁴ I flussi per il 1984 e le consistenze a fine 1984 escludono i dati del Bahrain. ⁵ Fino alla fine del 1983, i dati di flusso comprendono le posizioni delle banche nei paesi elencati alla nota 1, più le filiali offshore delle banche USA nei centri elencati alla nota 3. I flussi per il 1984 e le consistenze a fine 1984 includono, inoltre, le posizioni relative a Finlandia, Norvegia e Spagna, e dati di tutte le banche nelle Bahamas, nelle Isole Cayman, ad Hong Kong, a Singapore, di tutti gli stabilimenti offshore nel Bahrain e di tutte le banche offshore che operano nelle Antille olandesi.

Le ragioni di questi sviluppi sono fondamentalmente tre. In primo luogo, i PVS non OPEC, in base a considerazioni di rendimento, paiono aver investito sull'euromercato una quota considerevole degli incrementi realizzati nelle proprie riserve valutarie nel 1984. In secondo luogo, alcuni paesi partecipanti allo SME hanno aumentato sostanzialmente le proprie riserve in marchi tedeschi. Questi incrementi sono stati il risultato di interventi intramarginali effettuati da tali paesi nel quadro del meccanismo dei tassi di cambio fissi dello SME, per moderare il rafforzamento delle proprie monete nei confronti del marco (cfr. pagina 162). In terzo luogo, si è avuto un considerevole aumento di depositi in yen, per lo più presso banche situate in Giappone, probabilmente collegato ai recenti provvedimenti di liberalizzazione adottati in Giappone.

Pertanto, mentre nel 1981-82 e nel primo semestre del 1983 i collocamenti delle riserve valutarie ufficiali avevano contribuito al rialzo del dollaro USA dal basso livello a cui si trovava, dalla metà 1983 l'incremento delle riserve ufficiali presso le banche al di fuori degli Stati Uniti, segnatamente in valute diverse dal dollaro, pare essere stato un fattore che ha agito nel senso di moderare il rafforzamento del dollaro stesso.

VIII. L'ATTIVITA' DELLA BANCA

1. Lo sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali

Lo scorso anno la Banca ha continuato a svolgere il suo ruolo tradizionale nel promuovere la cooperazione monetaria internazionale.

La Banca ha partecipato, in qualità di osservatore, ai lavori del Comitato interinale del Consiglio dei governatori del FMI per il Sistema monetario internazionale e alle riunioni dei Ministri delle finanze e dei Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e dei loro Sostituti. Inoltre, la Banca ha continuato ad esercitare le funzioni, conferitele nell'agosto 1964 dai Ministri e dai Governatori dei paesi del Gruppo dei Dieci, di raccogliere e distribuire a tutti i rappresentanti dei paesi suddetti e al Gruppo di lavoro n. 3 dell'OCSE i dati statistici sul finanziamento dei saldi attivi e passivi con l'estero dei paesi del Gruppo dei Dieci.

Oltre alle regolari riunioni a Basilea dei Governatori delle banche centrali dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci, la Banca ha organizzato incontri periodici di funzionari delle banche centrali, per esaminare questioni quali l'evoluzione dei mercati dell'oro e dei cambi. Essa ha continuato inoltre a fornire i servizi di segretariato per vari gruppi di esperti.

Il Comitato permanente sull'euromercato, in conformità dell'incarico conferitogli nel 1980 dai Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci, ha continuato a seguire sistematicamente gli sviluppi dell'attività bancaria internazionale. La Banca ha altresì continuato a raccogliere, analizzare e distribuire dati statistici concernenti gli sviluppi dell'attività bancaria internazionale. Inoltre, l'ambito geografico di questi dati è stato considerevolmente esteso. Nove ulteriori paesi — Antille Olandesi, Bahamas, Bahrain, Finlandia, Hong Kong, Isole Cayman, Norvegia, Singapore e Spagna — hanno iniziato a segnalare i dati trimestrali sulle operazioni con l'estero delle proprie banche. Anche la portata delle statistiche trimestrali sull'attività bancaria internazionale è stata ampliata rispetto al passato, in modo da comprendere più dettagliate informazioni sulle operazioni interbancarie. Infine, diversi paesi che trasmettono statistiche semestrali sulla struttura per scadenze delle loro attività bancarie esterne hanno allargato il campo di rilevazione dei loro dati, includendovi le operazioni delle proprie banche nazionali su base consolidata a livello mondiale.

Il Comitato per la regolamentazione e la vigilanza bancaria, oltre al regolare scambio di informazioni sull'evoluzione dell'attività di vigilanza nei paesi membri, nel 1984 ha continuato a dedicare particolare attenzione al problema dell'adeguatezza di capitale delle banche internazionali. Questo lavoro consta di tre elementi principali: l'elaborazione di un insieme di parametri inteso a facilitare il raffronto tra i criteri di valutazione dell'adeguatezza di capitale nelle diverse banche interna-

zionali; l'esame delle iniziative a livello internazionale volte a rafforzare la base di capitale delle banche e gli accantonamenti a fronte dei rischi; l'osservazione degli sviluppi e delle nuove tecniche nell'ambito delle operazioni fuori bilancio e del loro appropriato trattamento ai fini della valutazione del grado di adeguatezza del capitale.

Le banche centrali facenti parte del Gruppo di esperti di informatica hanno ulteriormente sviluppato i loro studi durante l'anno sotto rassegna, concentrandosi su tre principali argomenti: i sistemi di telecomunicazione nell'ambito bancario, le tecniche impiegate e i problemi connessi, in particolare, con la sicurezza e l'affidabilità; l'introduzione di procedure elettroniche decentralizzate in tutti i campi di attività delle banche centrali e le numerose implicazioni di questo fenomeno; e gli strumenti di cui dispongono i servizi tecnici nell'ambito delle banche centrali per realizzare i necessari adeguamenti.

I rappresentanti delle banche centrali che partecipano alle riunioni del Gruppo di esperti sui sistemi di pagamento hanno completato la revisione del manuale sui "Sistemi di pagamento in undici paesi sviluppati". Essi hanno inoltre proseguito il regolare scambio di informazioni sull'evoluzione in atto nei rispettivi paesi, dedicando una considerevole parte del loro lavoro all'analisi dei rischi connessi alla crescente rapidità delle trasmissioni interbancarie.

Sotto la guida del Gruppo di esperti sulle questioni relative alla banca dei dati monetari ed economici, sono stati compiuti ulteriori progressi verso la realizzazione di una banca dei dati altamente articolata, in grado di soddisfare le esigenze delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e della BRI. In particolare, è stato pressoché raggiunto l'obiettivo posto dal Gruppo per la trasmissione di blocchi di dati macroeconomici attraverso i collegamenti in telecomunicazione con il centro elettronico della BRI, e si stanno compiendo costanti progressi nella trasmissione automatizzata di statistiche sull'attività bancaria internazionale e nella loro integrazione nei sistemi di elaborazione interni già in funzione presso la BRI. In seguito a questi sviluppi, stanno assumendo crescente rilievo questioni di particolare interesse per gli utenti, come ad esempio quelle concernenti le tecniche di accesso ai dati; a tali questioni il Gruppo di esperti dedicherà una crescente attenzione nelle prossime riunioni.

Sono proseguite a Basilea le riunioni del Comitato dei governatori delle banche centrali dei paesi membri della Comunità economica europea e del Consiglio dei governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria, nonché dei loro sottocomitati e gruppi di esperti. Questi ultimi comprendono in particolare: il Comitato dei Sostituti dei governatori, che predispone sistematicamente i documenti di base per le riunioni dei Governatori; un gruppo specializzato in questioni concernenti i mercati dei cambi e le politiche di intervento su tali mercati (dall'inizio del 1976 la composizione di questo gruppo è variata a seconda delle materie in discussione: per la trattazione di questioni attinenti, ad esempio, al Sistema monetario europeo (SME) essa è stata limitata ai rappresentanti dei paesi comunitari, mentre in altre occasioni è stata estesa ad altri paesi industriali, tra cui Canada, Giappone, Norvegia, Stati Uniti, Svezia e Svizzera); un gruppo incaricato di esaminare periodicamente le politiche monetarie perseguite dai paesi membri e il loro coordinamento a livello comunitario, nonché di effettuare studi *ad hoc* su particolari questioni (ad esempio, nel 1984 il livello e la rilevanza dei tassi di interesse depurati dell'inflazione nei paesi comunitari).

Durante l'esercizio finanziario 1984-85 una parte importante dei lavori del Comitato dei governatori e, di conseguenza, dei suoi sottocomitati e gruppi di esperti ha riguardato la gestione dello SME, istituito il 13 marzo 1979. I principali compiti sono stati i seguenti:

- assicurare la corretta applicazione degli accordi che regolano il Sistema;
- intensificare il coordinamento delle politiche del tasso di cambio e delle politiche monetarie interne attuate dalle banche centrali dei paesi della CEE, quale presupposto per un ordinato funzionamento dello SME.

Inoltre il Comitato dei governatori ha esaminato una serie di proposte miranti a rafforzare lo SME, migliorandone le condizioni che regolano l'uso e la detenzione di disponibilità ufficiali in ECU. Il 12 aprile 1985 è stato raggiunto un accordo di massima sui seguenti punti:

- il tasso di interesse corrisposto sulle posizioni in ECU e sulle attività nel quadro dello schema di finanziamento a brevissimo termine sarà migliorato, in quanto esso non verrà più calcolato sulla base dei saggi di sconto ufficiali dei paesi membri della CEE, bensì sulla base dei tassi del mercato monetario di questi paesi;
- le banche centrali saranno autorizzate a mobilitare, per il tramite del Fondo europeo di cooperazione monetaria, le rispettive posizioni creditorie nette in ECU, nonché parte delle proprie assegnazioni iniziali in ECU per far fronte ad un eventuale fabbisogno di monete di intervento;
- le possibilità di utilizzo delle disponibilità ufficiali di ECU nei regolamenti intracomunitari saranno potenziate;
- la cerchia di utilizzatori ufficiali di ECU sarà estesa alle banche centrali dei paesi che intrattengono legami particolarmente stretti con la CEE e con istituzioni monetarie internazionali come la BRI. Queste istituzioni saranno autorizzate a detenere ECU ufficiali a titolo di "altri detentori".

L'emendamento dei testi giuridici necessario all'attuazione di questo complesso di misure è in corso.

La Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria, assunte a partire dal 1° giugno 1973.*

Queste funzioni concernono, da un lato, il funzionamento dello SME e, dall'altro, l'esecuzione delle operazioni finanziarie connesse con l'attività creditizia della Comunità a sostegno delle bilance dei pagamenti dei paesi membri della CEE.

Nel periodo dal 1° aprile 1984 al 31 marzo 1985 il volume di interventi effettuati dalle banche centrali dello SME nelle valute di altri paesi membri e notificati all'Agente è stato solo marginale. Il volume di ECU emesse dal Fondo attraverso le operazioni di *swap* con ciascuna delle banche centrali comunitarie (eccettuata quella della Grecia che non partecipa ancora allo SME) ammontava al 31

* Per una descrizione della struttura e delle funzioni del Fondo, si veda la cinquantaquattresima Relazione annuale, pagine 175-178.

marzo 1985 ad un totale di ECU 52 miliardi, equivalenti a circa \$USA 38 miliardi al tasso di cambio corrente a quella data. L'ammontare lordo dei trasferimenti di ECU tra i conti "riserve in ECU" delle banche centrali della CEE e degli interessi corrisposti sulle posizioni nette in ECU delle predette banche è stato di circa ECU 4 miliardi.

Per quanto concerne l'amministrazione delle operazioni finanziarie attive e passive della Comunità, durante il periodo sotto rassegna l'Agente del Fondo ha ricevuto dalla Francia e dall'Italia, e trasferito ai creditori della Comunità, gli importi dovuti per interessi maturati e per commissioni sui prestiti in essere. Esso ha inoltre effettuato le operazioni finanziarie connesse con il rimborso della seconda *tranche* (\$USA 300 milioni al 7,75%) di un prestito di \$USA 500 milioni. In seguito a questo rimborso, effettuato dall'Italia il 1° giugno 1984, i prestiti collocati dalla Comunità economica europea nel 1976 e 1977 ai sensi del regolamento (CEE) n.397/75 per un ammontare iniziale di \$USA 1,6 miliardi e di DM 0,5 miliardi sono stati integralmente rimborsati.

Il totale dei prestiti in essere collocati dalla CEE nel luglio e agosto 1983 per conto della Repubblica di Francia, ai sensi del regolamento (CEE) n.682/81, è rimasto invariato. Al 31 marzo 1985 esso ammontava a ECU 150 milioni e \$USA 3.390 milioni. (Per la descrizione di queste operazioni di prestito, si veda la cinquantaquattresima Relazione annuale, pagine 177-178.)

2. Le operazioni del Dipartimento bancario

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1985, certificati dai revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro.*

Al termine dell'esercizio 1984-85, ossia il 31 marzo 1985, il totale di bilancio ammontava a	F. oro 22.851.917.382
contro, al 31 marzo 1984,	F. oro 21.276.333.080
L'aumento di	F. oro 1.575.584.302

(ossia del 7%) è stato quindi superiore a quello registrato alla data di chiusura del precedente esercizio finanziario. L'aumento sarebbe ancora maggiore se non vi fosse stato un generale deprezzamento del valore in franchi oro delle monete diverse dal dollaro nel corso dell'anno, con le sole eccezioni dei mesi di agosto 1984 e di marzo 1985, in cui si è registrato un leggero apprezzamento.

Le variazioni mensili nelle risorse sono state molto ampie, oscillando da una flessione del 4% ad un incremento di oltre il 6%.

* Il franco oro (abbreviato F. oro) equivale a gr. 0,29032258 ... di oro fino - Articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di \$USA 208 per oncia di fino (ossia secondo l'equivalenza 1 franco oro = \$USA 1,941 49 ...); tutte le altre partite in valuta sono state convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

Alla fine del luglio 1984 il totale di bilancio raggiungeva un importo di poco superiore a 23 miliardi di franchi oro, che rappresenta il piú alto livello registrato nel corso dell'esercizio sotto rassegna.

Come mostra la tabella seguente, l'espansione nei totali di bilancio è stata alquanto costante dal 1982.

BRI: Totali di bilancio negli ultimi cinque esercizi finanziari

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Totale di bilancio	Variazione rispetto all'esercizio precedente	
	milioni di franchi oro		percentuali
1981	19.726	- 4.683	- 19
1982	19.057	- 669	- 3
1983	20.358	+ 1.301	+ 7
1984	21.276	+ 918	+ 5
1985	22.852	+ 1.576	+ 7

Nel Bilancio non sono compresi:

- 1) gli effetti e gli altri titoli detenuti in custodia per conto di banche centrali e di altri depositanti;
- 2) le attività detenute in virtù delle funzioni svolte dalla Banca (come Terzo designato o Fiduciario) in connessione con prestiti internazionali;
- 3) le partite contabili derivanti dalle funzioni della Banca quale Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria, di cui al paragrafo 1.;
- 4) l'oro in custodia presso la Banca per conto di vari depositanti, che alla fine dell'esercizio ammontava all'equivalente di 1.164 milioni di franchi oro, con una riduzione di 68 milioni nel corso dell'esercizio. Esso ammontava a 1.641 milioni di franchi oro al 31 marzo 1983 e a 1.232 milioni al 31 marzo 1984.

PASSIVO (COMPOSIZIONE DELLE RISORSE)

**BRI: Evoluzione della composizione delle risorse
negli ultimi cinque esercizi finanziari**

(dopo la ripartizione dell'utile netto d'esercizio proposta all'Assemblea generale ordinaria)

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Capitale versato e riserve	Fondi ricevuti in prestito	Altre passività	Totale di bilancio
	milioni di franchi oro			
1981	937	18.539	250	19.726
1982	987	17.778	292	19.057
1983	1.037	18.987	334	20.358
1984	1.088	19.805	383	21.276
1985	1.143	21.323	386	22.852

A. Capitale, riserve e passività diverse

a) Capitale versato F. oro 295.703.125

Il capitale autorizzato è rimasto invariato a 1.500 milioni di franchi oro; non vi sono state variazioni neppure nel capitale emesso, suddiviso in 473.125 azioni liberate per il 25%.

b) Riserve

Le variazioni nei diversi fondi di riserva, descritte nei seguenti capoversi, sono indicate al punto I del prospetto riportato alla fine della Relazione.

1) *Fondo di riserva legale* F. oro 30.070.313

Il relativo importo è rimasto immutato dal 1971, anno in cui ha raggiunto il livello massimo previsto dall'articolo 51(1) dello Statuto, e cioè il 10% del capitale versato.

2) *Fondo di riserva generale*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1984-85 F. oro 499.552.793

contro 477,6 milioni di franchi oro al 31 marzo 1984; la differenza di 22 milioni rappresenta l'ammontare proposto per il trasferimento al Fondo dall'utile netto; l'attribuzione prevista a questo Fondo di riserva è conforme alle disposizioni dell'articolo 51(3) dello Statuto.

3) *Fondo speciale di riserva per i dividendi* F. oro 21.530.055

L'ammontare di questo Fondo è rimasto invariato dalla fine dell'esercizio finanziario 1981-82.

4) *Fondo di riserva libero*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1984-85 F. oro 296.330.236

contro 263,3 milioni di franchi oro al 31 marzo 1984; il proposto trasferimento al Fondo, dall'utile netto, è di 33 milioni di franchi oro.

Dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1984-85 le riserve totali della Banca ammontano pertanto a F. oro 847.483.397

contro 792,5 milioni di franchi oro all'inizio dell'esercizio. L'aumento complessivo di 55 milioni rappresenta il più alto importo finora trasferito alle riserve alla fine di un esercizio.

c) Partite varie F. oro 373.006.144

rispetto a 366,2 milioni di franchi oro al 31 marzo 1984, con un leggero aumento di 6,8 milioni.

d) Conto profitti e perdite, *prima* della ripartizione F. oro 68.366.633

Tale importo rappresenta l'utile netto per l'esercizio 1984-85.

I particolari delle proposte di ripartizione dell'utile netto, in conformità delle disposizioni dell'articolo 51 dello Statuto, sono riportati nel paragrafo 3. di questo capitolo. In particolare, è previsto che un importo di 13.366.633 franchi oro, che appare dal lato del passivo del Bilancio (rispetto a 16.492.877 franchi oro nel precedente esercizio) sia accantonato a fronte del dividendo di 145 franchi svizzeri per azione pagabile il 1° luglio 1985; l'importo del dividendo in franchi svizzeri è rimasto invariato rispetto all'esercizio precedente.

B. Fondi ricevuti in prestito

Le tabelle che seguono indicano l'*origine*, la *scadenza* e la *natura* delle risorse finanziarie ricevute dalla Banca.

BRI: Origine delle risorse finanziarie esterne

Origine	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1984	1985	
milioni di franchi oro			
Depositi di banche centrali	19.178	21.104	+ 1.926
Depositi di altri depositanti	627	219	- 408
Totale	19.805	21.323	+ 1.518

L'aumento nel totale delle risorse va interamente ascritto all'afflusso di nuovi depositi di banche centrali, mentre sono sensibilmente diminuiti i depositi di altri depositanti, ed in particolare quelli di varie organizzazioni internazionali. I fondi mutuati sul mercato hanno costituito una parte molto esigua di questa posta.

Relativamente alla composizione per monete delle risorse, nel corso dell'esercizio vi è stato un sostanziale aumento dei depositi in marchi tedeschi. I depositi in oro sono aumentati leggermente.

Alla chiusura dell'esercizio trascorso i depositi di banche centrali rappresentavano il 99% delle risorse totali, a fronte del 96,8% al 31 marzo 1984.

BRI: Scadenza e natura delle risorse finanziarie esterne

Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valuta			Totale		
	esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		variazione	esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		variazione	esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		variazione
	1984	1985		1984	1985		1984	1985	
milioni di franchi oro									
A vista	4.225	4.314	+ 89	346	312	- 34	4.571	4.626	+ 55
Fino a tre mesi	141	78	- 63	13.679	15.238	+ 1.559	13.820	15.316	+ 1.496
Ad oltre tre mesi	-	-	-	1.414	1.381	- 33	1.414	1.381	- 33
Totale	4.366	4.392	+ 26	15.439	16.931	+ 1.492	19.805	21.323	+ 1.518

Il leggero incremento dei fondi a vista è dovuto all'espansione dei depositi in oro.

L'aumento dei depositi a più lungo termine, e in particolare di quelli con durata residua non superiore ai tre mesi, corrisponde approssimativamente all'espansione delle risorse totali. I depositi ad oltre tre mesi hanno registrato un leggero calo.

Per effetto di queste variazioni, la quota dei depositi in oro sul totale delle risorse è passata al 20,6%, rispetto al 22% dell'esercizio precedente, mentre quella dei depositi in valuta è salita al 79,4% rispetto al 78%.

La quota dei depositi a vista raggiunge il 21,7% del totale, rispetto al 23,1% dell'esercizio precedente, e quella dei depositi vincolati il 78,3% a fronte del 76,9%.

a) Depositi in oro F. oro 4.391.845.185

contro 4.366 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio 1983-84; l'aumento di 26 milioni rappresenta un afflusso netto di oro.

b) Depositi in valuta F. oro 16.930.512.898

Questa posta è aumentata di 1.492 milioni di franchi oro, cioè del 9,7%. La variazione è dovuta all'aumento nei depositi con scadenza fino a tre mesi. I depositi a vista e quelli con durata residua superiore a tre mesi hanno subito un leggero calo.

ATTIVO (IMPIEGO DELLE RISORSE)

La tabella che segue fornisce la composizione delle principali attività della Banca in base alla loro *natura*.

BRI: Composizione delle attività a vista e di altri impieghi

Tipi di attività	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo				Variazione	
	1984		1985			
milioni di franchi oro						
Attività a vista	5.049		5.021		- 28	
Oro	11	5.060	5	5.026	- 6	- 34
Valute						
Buoni del Tesoro		757		453		- 304
Valute						
Depositi vincolati ed anticipazioni	19		77		+ 58	
Oro	13.513	13.532	14.594	14.671	+ 1.081	+ 1.139
Valute						
Altri titoli		1.909		2.685		+ 776
Valute						
Totale	5.068		5.098		+ 30	
Oro	16.190	21.258	17.737	22.835	+ 1.547	+ 1.577
Valute						

a) Oro F. oro 5.021.369.537
 contro 5.049 milioni di franchi oro al 31 marzo 1984.

La flessione di 28 milioni è dovuta all'aumento dei collocamenti di oro sul mercato, compensati solo in parte da afflussi netti di depositi delle banche centrali.

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F. oro 5.197.514
 rispetto a 10,9 milioni di franchi oro al 31 marzo 1984.

c) Buoni del Tesoro F. oro 452.493.140

Questa posta ammontava a 757 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio. La flessione rispecchia una riduzione netta del volume complessivo di buoni del Tesoro acquisiti sui vari mercati, soprattutto su quello degli Stati Uniti.

d) Depositi vincolati ed anticipazioni F. oro 14.671.193.327
 rispetto a 13.532 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio finanziario, con un aumento di 1.139 milioni.

L'espansione è stata in linea con quella delle risorse. Essa comprende, in particolare, un forte aumento dei collocamenti in marchi sul mercato.

Sono altresì compresi i prelievi effettuati dal Fondo monetario internazionale sulla linea di credito per DSP 2.505 milioni ad esso accordata dalla Banca nel 1984, come menzionato nella Relazione annuale dello scorso anno.

e) Altri titoli F. oro 2.685.157.948

con un incremento di 776 milioni di franchi oro rispetto all'importo di 1.909 milioni registrato al 31 marzo 1984.

Queste disponibilità sono gradualmente aumentate durante i primi sei mesi dell'esercizio, per poi stabilizzarsi ad un livello eccezionalmente alto.

La seguente tabella fornisce la composizione dei "Depositi vincolati e anticipazioni" (in valuta e in oro) e degli "Altri titoli", in base alla vita residua.

BRI: "Depositi vincolati e anticipazioni" e "Altri titoli",
 suddivisi in base alla vita residua

Vita residua	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1984	1985	
	milioni di franchi oro		
Fino a tre mesi	12.521	14.077	+ 1.556
Ad oltre tre mesi	2.920	3.279	+ 359
Totale	15.441	17.356	+ 1.915

Durante l'esercizio sotto rassegna l'aumento nel totale degli impieghi con vita residua non superiore a tre mesi è stato corrispondente a quello delle risorse ricevute con scadenza analoga.

Gli impieghi a più lungo termine sono aumentati, mentre alla fine dei due precedenti esercizi era stata registrata una flessione.

A fine esercizio le operazioni fino a tre mesi ammontavano all'81,1% del totale e quelle a più lungo termine al 18,9%. Queste quote sono identiche a quelle registrate alla fine del precedente esercizio.

f) Partite varie F. oro 16.505.915

rispetto a 17,8 milioni di franchi oro al 31 marzo 1984.

Operazioni a termine in oro

Queste operazioni, il cui volume è indicato nella nota 2 in calce al Bilancio, hanno registrato un saldo negativo di F. oro 44.328.840 rispetto ad un saldo negativo di 40,3 milioni alla fine dell'esercizio precedente.

L'ammontare di oro da consegnare a termine è leggermente aumentato per effetto di rettifiche nei quantitativi di oro oggetto di operazioni in corso sotto forma di riporti in oro (ricevuto a pronti) contro valute.

3. La ripartizione dell'utile netto

I conti relativi al cinquantacinquesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1985, presentano un risultato netto di gestione di 71.206.434 franchi oro a fronte di 67.934.268 franchi oro per l'esercizio finanziario precedente. Il principale fattore all'origine del miglioramento nel risultato di gestione per l'esercizio sotto rassegna è l'accresciuto volume dei fondi a disposizione della Banca per impieghi, in presenza di tassi di interesse attivi pressoché analoghi a quelli del 1983-84.

Il risultato di gestione è al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 14.140.343 franchi oro; il calo rispetto all'importo di 15.354.329 franchi oro dell'esercizio precedente riflette la perdurante flessione in corso d'anno nel valore in franchi oro del franco svizzero, moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca. In termini di franchi svizzeri, le spese complessive di amministrazione hanno di fatto segnato un incremento.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 2.839.801 franchi oro all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione". Dedotto questo trasferimento, l'utile netto ammonta a 68.366.633 franchi oro, contro 67.492.877 franchi oro nel precedente esercizio finanziario. La ripartizione di tale ammontare è regolata dall'articolo 51 dello Statuto.

In conformità a quanto ivi disposto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire l'utile netto di 68.366.633 franchi oro nel modo seguente:

- 1) un importo di 13.366.633 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 145 franchi svizzeri per azione;
- 2) un importo di 22.000.000 franchi oro al Fondo di riserva generale;

- 3) un importo di 33.000.000 franchi oro, rappresentante il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo verrà corrisposto il 1° luglio 1985 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1985.

Il Bilancio, il Conto profitti e perdite e un prospetto riassuntivo delle variazioni nelle riserve della Banca nel corso dell'esercizio finanziario sono riportati alla fine della presente Relazione. I conti della Banca sono stati esaminati dai revisori Price Waterhouse & Co. di Zurigo, i quali hanno confermato che il Bilancio e il Conto profitti e perdite, ivi comprese le relative note, rispecchiano in modo veritiero e imparziale, sulla base di quanto specificato alla Nota 1, la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1985 e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in calce al Bilancio.

4. La Banca come Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio e come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali

Durante l'esercizio finanziario 1984-85 gli importi ricevuti dalla Banca in conto rimborsi e interessi a fronte dell'unico prestito in essere - il Prestito Garantito al 5¼% (15° serie) 1961-86 del valore nominale di F.luss. 100.000.000, corrispondente a 823.000 franchi oro al tasso di conversione applicabile alla fine di marzo 1985 - sono ammontati all'equivalente di circa 66.000 franchi oro; a fine esercizio l'ammontare dovuto in conto capitale si era pertanto ridotto all'equivalente di circa 62.000 franchi oro.

Per quanto concerne le funzioni di Fiduciario svolte dalla Banca per le nuove obbligazioni emesse dal governo della Repubblica federale tedesca - ai termini dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953 - a fronte del Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (prestito Young), si rimanda alle pagine 171-173 della cinquantesima Relazione annuale.

5. I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Nella riunione del Consiglio tenuta il 18 giugno 1984, il Presidente, Dott. Fritz Leutwiler, ha annunciato che, a seguito della sua decisione di lasciare la presidenza della Direzione generale della Banca Nazionale Svizzera alla fine del dicembre 1984, rassegnava le dimissioni dalle cariche di Presidente del Consiglio di amministrazione e di Presidente della Banca dei Regolamenti Internazionali, con effetto dalla medesima data. Il Dott. Leutwiler ricopriva queste cariche dal 1° gennaio 1982.

Nella successiva riunione, svoltasi il 10 luglio 1984, il Prof. Paolo Baffi, in qualità di decano del Consiglio di amministrazione, ha espresso al Dott. Leutwiler la più sincera gratitudine del Consiglio per gli eminenti servizi resi alla Banca. Il Consiglio ha quindi eletto, in base all'articolo 38 dello Statuto, il Signor Jean

Godeaux, Governatore della Banca Nazionale del Belgio, alle cariche di Presidente del Consiglio di amministrazione e di Presidente della BRI per un periodo di tre anni, con decorrenza dal 1° gennaio 1985.

Nel corso della stessa riunione, il Presidente ha annunciato che il Signor Gabriel Lefort era in procinto di lasciare la carica di Sostituto del Signor Renaud de la Genière. Il Presidente ha espresso l'apprezzamento della Banca per i preziosi servizi resi dal Signor Lefort.

Nella riunione del Consiglio tenuta l'11 settembre 1984 il Prof. Baffi, il cui mandato di Consigliere veniva a scadere il 7 novembre 1984, è stato riconfermato nell'incarico, in base all'articolo 27(2) dello Statuto, dal Dott. Carlo Azeglio Ciampi, Governatore della Banca d'Italia, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 7 novembre 1987.

Nella stessa riunione il Presidente ha informato il Consiglio che il Signor de la Genière aveva designato il Signor Francis Cappanera ad esercitare le funzioni di suo Sostituto in assenza del Signor Jacques Waitzenegger, successore del Signor Lefort.

Nel novembre 1984 il Signor Michel Camdessus è succeduto al Signor de la Genière nella carica di Governatore della Banca di Francia, divenendo così membro di diritto del Consiglio in sua sostituzione. Nella riunione del Consiglio tenuta l'11 dicembre 1984 il Presidente ha espresso al Signor de la Genière il riconoscimento del Consiglio per gli eminenti servizi resi durante il quinquennio della sua permanenza in carica.

Sempre nel corso della riunione di dicembre, il Signor Pierre Languetin, designato a succedere al Dott. Leutwiler nella carica di Presidente della Direzione generale della Banca Nazionale Svizzera, è stato eletto Consigliere, in base all'articolo 27(3) dello Statuto, per il restante periodo del mandato del suo predecessore, vale a dire fino al 31 marzo 1986.

Inoltre, il Dott. Johann Schöllhorn, il cui mandato di Consigliere veniva a scadere il 31 dicembre 1984, è stato riconfermato nell'incarico, in base all'articolo 27(2) dello Statuto, dal Signor Karl-Otto Pöhl, Presidente della Deutsche Bundesbank, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 31 dicembre 1987.

Infine, il Presidente ha altresì informato il Consiglio che il Dott. Ciampi aveva designato il Dott. Rainer Masera, in luogo del Dott. Giovanni Magnifico, ad esercitare le funzioni di suo Sostituto in assenza del Dott. Lamberto Dini. Il Presidente ha espresso l'apprezzamento della Banca per i preziosi servizi resi dal Dott. Magnifico.

Nel febbraio 1985 il Barone de Strycker, il cui mandato in qualità di Consigliere veniva a scadere il 28 febbraio, è stato riconfermato nell'incarico dal Signor Godeaux, in base all'articolo 27(2) dello Statuto, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 29 febbraio 1988.

Il mandato del Dott. W.F. Duisenberg in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 31 marzo 1985, è stato rinnovato nel corso della riunione del Consiglio tenuta il 12 marzo 1985 per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 31 marzo 1988, in base all'articolo 27(3) dello Statuto.

Il dott. Günther Schleiminger, che ricopriva la carica di Direttore Generale della Banca dal 1° marzo 1981, ha lasciato il servizio il 30 aprile 1985. Nella riunione del Consiglio tenuta il 15 aprile 1985, il Presidente ha espresso al Dott. Schleiminger la profonda gratitudine di tutti i membri del Consiglio per il modo encomiabile in cui ha assolto i compiti inerenti al suo alto incarico, e il loro sincero apprezzamento per le eminenti qualità dimostrate nell'espletamento delle sue funzioni.

Il 1° maggio 1985, conformemente alla nomina ufficiale da parte del Consiglio nella riunione del 13 novembre 1984, il Signor Alexandre Lamfalussy, che ricopriva la carica di Condirettore Generale della Banca dal 1° marzo 1981, è succeduto al Dott. Schleiminger in qualità di Direttore Generale. In modo analogo, e parimenti con decorrenza dal 1° maggio 1985, il Signor R. T. P. Hall, che ricopriva la carica di Capo del Dipartimento bancario dal 1° gennaio 1974, è stato nominato Condirettore Generale; il Signor Rémi Gros, Direttore dal 1° aprile 1981, ha assunto le funzioni di Capo del Dipartimento bancario; e il Dott. Horst Bockelmann è stato nominato Consigliere economico e Capo del Dipartimento monetario ed economico.

* *
*

La Banca ha appreso con profondo cordoglio la notizia della scomparsa del Dott. Donato Menichella, avvenuta il 23 luglio 1984, del Signor M. J. Babington Smith, avvenuta il 26 ottobre 1984, e del Signor Olivier Wormser, avvenuta il 16 aprile 1985. Il Dott. Menichella aveva fatto parte del Consiglio di amministrazione dall'agosto 1948 al dicembre 1974. Durante i primi dodici anni, in qualità di Governatore della Banca d'Italia, egli era stato membro di diritto, e negli ultimi quattordici anni aveva ricoperto la carica di Consigliere in base all'articolo 27(2) dello Statuto. Il Signor Babington Smith era stato membro del Consiglio dall'aprile 1965 al febbraio 1974 in base all'articolo 27(2) dello Statuto. Il Signor Wormser, in qualità di Governatore della Banca di Francia, aveva ricoperto la carica di Consigliere di diritto dall'aprile 1969 al giugno 1974.

CONCLUSIONI

L'obiettivo primario della politica economica per l'insieme dei paesi industriali del mondo occidentale è di per sé chiaro: sostenere la dinamica della ripresa. Ciò costituisce il presupposto per la soluzione di quasi tutti gli altri problemi, sia nell'ambito delle rispettive economie sia, in complesso, sul piano dell'economia mondiale. E anche sui principali requisiti per la realizzazione di questo obiettivo non vi è forse grande disparità di vedute. Nelle attuali circostanze, il conseguimento di una crescita durevole comporta che sia prestata vigile attenzione a due punti critici. Da un lato, dovranno essere assolutamente evitate politiche che potrebbero rinfocolare l'inflazione; oppure, in termini più positivi, le politiche dovranno mirare ad ulteriori progressi nella lotta all'inflazione. Dall'altro, è necessario rendersi conto che una crescita sostenibile non può essere basata su una configurazione insostenibile delle bilance dei pagamenti e dei tassi di cambio; oppure, di nuovo in termini più positivi, dovranno essere presi provvedimenti atti ad assicurare un rientro ordinato dello squilibrio esterno degli Stati Uniti. Queste due condizioni essenziali per una crescita durevole non sono di facile realizzazione. Non meraviglia pertanto che si manifestino divergenze di vedute non appena si tratta di formulare proposte specifiche sul ruolo che determinati paesi dovrebbero assumere e sulle politiche da adottare, al fine di conseguire l'obiettivo concordemente ritenuto primario.

Uno dei principali punti di disaccordo concerne l'apporto che gli Stati Uniti medesimi potrebbero fornire ad un aggiustamento ordinato della propria posizione sull'estero, in particolare mediante provvedimenti che riconducano gradualmente il dollaro ad un livello più appropriato. Prescindendo dal ruolo eventuale dell'intervento sui mercati dei cambi, che sarà trattato più innanzi, la controversia si impenna su due interrogativi di analisi economica: i differenziali dei tassi di interesse a favore del dollaro costituiscono un fattore determinante nell'apprezzamento e nell'elevato valore della moneta americana? Il livello dei tassi di interesse negli Stati Uniti va collegato alla combinazione delle politiche ivi in atto, ossia alla coesistenza di un crescente disavanzo pubblico "strutturale" con una politica monetaria non condiscendente?

Questa Relazione risponde affermativamente ad entrambi gli interrogativi. Al tempo stesso essa ammette che il valore del dollaro può anche essere stato influenzato dal deciso rafforzamento della fiducia nel futuro dell'economia statunitense, dalle incertezze sulle prospettive economiche o politiche in altre aree del mondo e dagli aggiustamenti di portafoglio intervenuti nella scia della liberalizzazione del mercato dei capitali in paesi come il Giappone. Né esclude la possibilità che, oltre alla situazione del bilancio federale, altri fattori interni — come l'ampia deducibilità fiscale degli interessi passivi, i più elevati saggi di profitto attesi, e forse il persistere di aspettative inflazionistiche — abbiano contribuito a sostenere il livello dei tassi di interesse negli Stati Uniti. Tuttavia, l'ammettere tali possibilità non dovrebbe essere considerato in contraddizione con la tesi principale. E' una questione di importanza relativa, non di spiegazioni che si escludono vicendevolmente.

Vi sono principalmente due ragioni che inducono ad attribuire un grosso peso al differenziale dei tassi di interesse nello spiegare la forza del dollaro. Una è l'accettazione assiomatica di un principio economico evidente, ossia che il rendimento di una determinata attività influenza la domanda di questa, specie se il mercato considera la sua qualità pari, o addirittura superiore, a quella di investimenti alternativi. La seconda ragione è costituita dall'evidenza statistica. I dati della bilancia dei pagamenti americana mostrano che i fondi bancari e gli altri flussi finanziari altamente sensibili ai tassi di interesse hanno una quota predominante nell'importazione di capitali negli Stati Uniti. Per contro, tali dati non paiono suffragare la tesi secondo cui i capitali si sarebbero indirizzati verso gli Stati Uniti principalmente perché attratti dai più elevati livelli di redditività delle imprese: l'ammontare identificato degli investimenti netti diretti o in azioni non rappresenta una quota rilevante degli afflussi di capitale negli Stati Uniti. Né le statistiche sugli utili societari indicano che i saggi di profitto negli Stati Uniti siano in generale cresciuti molto più rapidamente, o abbiano raggiunto livelli molto più elevati che in altri maggiori paesi industriali.

Ciò non significa naturalmente che si possa riscontrare una correlazione stretta e costante fra il livello, o il tasso di variazione, del valore esterno del dollaro da un lato, ed il livello, o il tasso di variazione, dei differenziali di interesse dall'altro. Vi possono essere periodi in cui le aspettative di movimenti futuri dei tassi di cambio divengono una forza che si autoalimenta, disgiunta dai dati oggettivi sottostanti, persino dai livelli e dalle variazioni dei tassi di interesse. Questo fenomeno ha maggiori probabilità di verificarsi dopo un protratto periodo di apprezzamento o di deprezzamento del tasso di cambio. La storia è piena di esempi di quotazioni finanziarie che assumono una dinamica autonoma — ossia che salgono o scendono a livelli non legittimati dalle grandezze economiche di base — solitamente dopo una lunga fase di aumento o di calo, connessa ad una revisione del tutto giustificata delle aspettative in termini di rendimento. Una siffatta spirale speculativa pare essersi sviluppata nell'inverno 1984-85, allorché il dollaro ha proseguito il suo corso ascendente pur in presenza di un restringimento del differenziale dei tassi di interesse, in particolare di quello a breve rispetto al marco tedesco. Tuttavia, nonostante questo restringimento, il differenziale è rimasto significativo — e persino alquanto ampio nel segmento più a lungo termine del mercato — così che il tasso di cambio del dollaro ha continuato a beneficiare del sostegno di questo fattore.

Vi sono parimenti molte ragioni per attribuire un grosso peso al ruolo avuto dalla politica di bilancio americana nel mantenere elevati i tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti. Una di esse è che, sebbene la componente monetaria della combinazione delle politiche negli Stati Uniti abbia cercato — a ragione — di non essere accondiscendente nei confronti della domanda totale di credito, ivi compreso il fabbisogno di indebitamento del settore pubblico, difficilmente si può sostenere che di fatto essa sia stata marcatamente restrittiva. I valori tendenziali di crescita dei diversi aggregati monetari non sono stati poi così bassi; ed i tassi di interesse (nominali) a breve sono ora ridiscesi ai livelli dell'estate 1978. D'altra parte, negli ultimi tre anni l'elemento non congiunturale, ossia "strutturale", del disavanzo di bilancio negli Stati Uniti è cresciuto ad un ritmo rapidissimo, così che la sua espansione ha più che controbilanciato l'ampio calo naturale dell'elemento congiunturale. E ciò è avvenuto in un periodo in cui la domanda di credito del settore privato si è rafforzata senza che vi fosse un corrispondente incremento nella

quota di risparmio delle imprese e delle famiglie, con il risultato che la dilatazione del disavanzo pubblico è stata pressoché identica all'aumento del deficit nei pagamenti correnti con l'estero, ossia degli afflussi netti di capitali. Inoltre — e ciò costituisce forse l'argomentazione più importante — a meno che non vi siano radicali cambiamenti nel programma di spesa o nell'imposizione fiscale (oppure in entrambi), la componente "strutturale" del disavanzo pubblico negli Stati Uniti è destinata non soltanto a rimanere all'attuale livello, bensì a crescere ancora negli anni a venire. E, poiché i pagamenti netti di interessi all'estero crescono inesorabilmente, si profila lo spettro di un disavanzo strutturale nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Questi elementi di aspettativa potrebbero essere di per sé sufficienti a spiegare il fatto che i tassi di interesse a lungo termine restano così ostinatamente alti, nonostante gli straordinari risultati conseguiti sul fronte dell'inflazione.

Questa serie di argomenti porta a concludere che l'ordinato riassorbimento dello squilibrio esterno degli Stati Uniti richiede innanzitutto una svolta sostanziale nella politica di bilancio statunitense, vale a dire una serie di misure che assicurino il graduale ritorno del bilancio pubblico all'equilibrio strutturale. Un'immediata, drastica riduzione del disavanzo ovviamente non è attuabile; né è desiderabile, poiché essa potrebbe facilmente spingere l'economia americana verso un prematuro rallentamento. Ciò di cui si ha l'esigenza è un'intesa immediata e credibile fra l'Amministrazione ed il Congresso su un energico programma di risanamento del bilancio federale, il quale dovrebbe comportare una prima significativa riduzione del disavanzo, ma i cui effetti sarebbero ripartiti sull'arco di più anni. In presenza di mercati finanziari sempre più dominati dalle aspettative, particolarmente negli Stati Uniti, non è irragionevole sperare che l'influsso moderatore sui tassi di interesse derivante dall'annuncio di un siffatto accordo, specie nel segmento a lungo termine del mercato, sopravvanzando nel breve periodo il potenziale impatto frenante sull'attività economica esercitato dalle riduzioni del disavanzo. Si potrebbe altresì sperare, per quanto riguarda il lungo periodo, che venga ad accrescersi fortemente la probabilità di un "atterraggio morbido" dell'economia statunitense. Tale ipotesi comporterebbe un moderato rallentamento della crescita economica negli Stati Uniti, un significativo ulteriore calo dei tassi di interesse americani e del valore esterno del dollaro, nonché una progressiva sostituzione della domanda estera alla spesa interna.

Quale dovrebbe essere, d'altro canto, l'apporto del resto del mondo industrializzato ad una crescita duratura? E' questo un altro punto sul quale le opinioni sono tutt'altro che unanimi, benché si possa forse riscontrare una certa convergenza di idee.

In primo luogo, non vi è una grande disparità di vedute circa le premesse analitiche. Affinché la crescita globale dei paesi industriali rimanga durevolmente intorno ad un tasso del 3-3,5% (rispetto al ritmo eccezionale ed insostenibile del 5% conseguito nel 1984), l'"atterraggio morbido" dell'economia statunitense richiederebbe come contropartita una certa accelerazione nel tasso complessivo di crescita della spesa interna negli altri paesi industriali. In mancanza di tale accelerazione, la riduzione del disavanzo dei pagamenti correnti degli Stati Uniti — e a fortiori la sua eliminazione — sarebbe necessariamente accompagnata da un rallentamento della crescita economica non soltanto negli Stati Uniti, ma anche negli altri paesi industriali. Per far sì che l'espansione potenziale delle esportazioni

statunitensi diventi un'espansione effettiva, occorre che in qualche parte del mondo aumenti la domanda di beni americani.

Pare esservi un generale consenso sul fatto che, per contribuire al conseguimento di questo risultato, è necessario contenere, o fors'anche invertire, le tendenze protezionistiche in tutto il mondo industrializzato. Ciò costituisce un obiettivo di politica economica valido in qualsiasi circostanza, ma la sua realizzazione potrebbe divenire essenziale nell'attuale situazione, nella quale la solidità della crescita economica dipende altresì dall'attuazione di sostanziali cambiamenti nell'assetto del commercio mondiale. Come potrebbero aver luogo tali cambiamenti, qualora gli spostamenti nei flussi commerciali internazionali che dovrebbero derivare da opportune variazioni dei tassi di cambio fossero in effetti impediti da ostacoli amministrativi o *de facto* alle importazioni? In termini più espliciti: come potrebbe la bilancia dei pagamenti correnti degli Stati Uniti muoversi verso un ragionevole equilibrio senza raffrenare pericolosamente l'interscambio mondiale, se — per citare l'esempio più evidente — l'eccedenza corrente del Giappone non potesse venire ridotta mediante un sostanziale incremento delle importazioni in questo paese? E sarebbe possibile conseguire questo risultato semplicemente mediante il deprezzamento del dollaro nei confronti dello yen?

Infine, si può osservare una certa convergenza di vedute sulla necessità che l'Europa occidentale rimuova, o continui a rimuovere, i disincentivi fiscali, gli ostacoli normativi ed i vari tipi di interferenza dello Stato e dell'apparato amministrativo che inibiscono una piena ripresa dell'attività di investimento, finanche in un contesto divenuto assai più propizio, in termini di saggio di profitto, alla formazione di capitale.

Per contro, i giudizi sono fortemente discordi sull'opportunità che in tre paesi maggiori — Giappone, Germania e Regno Unito — dove i disavanzi "strutturali" del settore pubblico hanno raggiunto valori assai ridotti, o forse addirittura nulli, vengano adottate politiche di stimolo fiscale. E' stata sostenuta la tesi che, dati i successi ottenuti in questi paesi nel porre sotto controllo sia il disavanzo del settore pubblico sia il tasso di inflazione (per quest'ultimo aspetto, specialmente in Germania e in Giappone), uno sgravio fiscale nell'immediato futuro sarebbe compatibile con l'equilibrio interno, nonché auspicabile per stimolare direttamente la spesa interna e la domanda di importazioni. I governi di tutti e tre i paesi si sono finora astenuti dal seguire un tale indirizzo di politica economica. Gli argomenti a sostegno di questo atteggiamento si possono riassumere in quattro punti.

In primo luogo, viene messo in discussione il concetto di disoccupazione congiunturale, dal momento che le autorità sono convinte che la disoccupazione è in larga parte un fenomeno strutturale, derivante dall'eccessiva dimensione che ha assunto il settore pubblico, dagli elevati salari reali e dalle rigidità del mercato. Quale significato si può attribuire, in siffatte circostanze, alla nozione di bilancio di pieno impiego? In secondo luogo, si fa osservare che un disavanzo — una volta ricreato o accresciuto, seppure esclusivamente mediante sgravi fiscali — è difficilmente riconducibile sotto controllo, allorché se ne presenti l'esigenza. Il processo politico è tale da comportare necessariamente un'asimmetria, in termini di rapidità e di facilità, nell'azione della politica di bilancio. Infatti, la riduzione di un disavanzo è sempre un'impresa più lenta e più dolorosa, e quindi di esito più incerto che non l'operazione di segno opposto. I responsabili della politica economica che

pongono l'accento su questo punto si richiamano ad esempi concreti riscontrabili quasi ovunque, fra cui quello che piú di recente ha dato conferma ai loro timori: le difficoltà incontrate dagli Stati Uniti medesimi nel tentativo di ridurre il disavanzo pubblico. In terzo luogo, viene fatto rilevare che il mercato è estremamente consapevole di questa asimmetria. Esso quindi sarà portato a ritenere che qualsiasi deliberata politica di disavanzo avrà in definitiva conseguenze inflazionistiche, soprattutto poiché questa dovrà presto o tardi essere finanziata mediante una politica monetaria condiscendente.

Il quarto argomento si riferisce al vincolo esterno, ed è suffragato dall'esperienza storica di diversi paesi, fra cui, nel recente passato, quella della Francia nel 1981-82 e della Germania nel 1979-80. Un'azione di politica fiscale deliberatamente tesa ad accelerare la crescita interna conduce ad un deterioramento della bilancia delle partite correnti e rischia fortemente di suscitare pressioni sul tasso di cambio. Naturalmente, non si disconosce che uno spostamento nella posizione corrente con l'estero costituisce uno degli obiettivi da perseguire. Ma l'argomento che si richiama al vincolo esterno è di portata piú ampia. Esso considera altamente improbabile che afflussi compensativi di capitali spontanei possano neutralizzare la pressione esercitata sul tasso di cambio dal peggioramento delle partite correnti; di qui i timori di un deprezzamento della moneta. In pari tempo, l'assenza o l'insufficienza di afflussi spontanei di capitale può altresí implicare che la spinta al rialzo sui tassi di interesse interni, derivante dal maggiore disavanzo di bilancio, non sarebbe temperata dal finanziamento esterno, con il risultato di indebolire l'incentivo ad espandere gli investimenti delle imprese. In altri termini, l'approccio attualmente seguito negli Stati Uniti è semplicemente non "esportabile"; nessun altro paese potrebbe intraprendere senza pericoli una politica di stimolo fiscale fondandosi sull'ipotesi che essa attragga durevolmente un flusso spontaneo di capitali dall'estero. Ciò costituisce un ulteriore esempio di forte asimmetria, in questo caso geografica, nella politica economica.

Si tratta senza dubbio di argomenti solidi, che mettono in evidenza le difficoltà insite in tutti i tentativi di coordinare a livello mondiale le politiche economiche. Il riconoscerne la validità non deve tuttavia condurre ad un pessimismo incondizionato circa le prospettive dell'economia mondiale. La regolazione fine delle politiche sul piano internazionale è altrettanto rischiosa, e quindi potenzialmente controproducente, quanto quella a livello dell'economia interna. Non è assolutamente possibile prevedere con esattezza il profilo temporale e l'intensità della reazione dell'economia americana al tipo di politica di riduzione del disavanzo raccomandata in questa Relazione. Pur restando incontestabile la fondatezza dell'argomento in favore di una coerenza delle politiche a livello internazionale, il proporre che determinati paesi maggiori adottino politiche fiscali espansive nella prospettiva di una loro efficacia nel breve periodo, in contropartita ad un processo lungo e tuttora incerto di risanamento del bilancio negli Stati Uniti, potrebbe condurre a conseguenze pericolose.

Ciò non significa che non si debba tener conto della dimensione internazionale delle politiche interne o che, in taluni casi, non le si debba addirittura accordare un'importanza prioritaria. Le riserve espresse sulla regolazione fine delle politiche mirano semplicemente a puntualizzare che, cosí come il migliore orizzonte temporale per un'efficace politica economica interna è quello di medio o di lungo

periodo — fatta eccezione per i casi di incombente crisi finanziaria — anche il coordinamento delle politiche a livello internazionale dovrebbe essere concepito in tale ambito temporale. In questa ottica, l'attuazione di provvedimenti per ridurre gradualmente nel tempo il disavanzo strutturale di bilancio negli Stati Uniti resta un obiettivo prioritario, sia per ragioni interne, sia nell'interesse di un maggiore equilibrio dell'economia mondiale. Al tempo stesso, il migliore contributo che possono fornire i paesi europei al rafforzamento delle loro prospettive di crescita e quindi al consolidamento dell'economia mondiale è quello di accelerare, e forse finanche radicalizzare, l'azione tesa a rimuovere le rigidità strutturali. Questo processo dovrà comportare un ulteriore ridimensionamento della spesa pubblica. Il carico fiscale dovrebbe essere ridotto di pari passo con i progressi realizzati in questa direzione, e non in forte anticipo rispetto ad essi.

Quale tipo di azione potrà essere intrapresa in campo monetario, o più in generale dalle autorità monetarie, per fiancheggiare tali politiche a medio termine?

Prima di tutto, esse dovrebbero continuare a perseguire politiche monetarie interne tese ad un'ulteriore decelerazione dei tassi di inflazione. Per i paesi a tassi di cambio fluttuanti ciò implica la fissazione di obiettivi di espansione monetaria che consentano un ritmo sostenibile di crescita economica reale, nell'assunto di un tasso di incremento dei prezzi gradualmente calante. Per gli altri, in particolare per i paesi minori membri del Sistema monetario europeo, l'obiettivo diretto, o quanto meno il parametro di guida, potrebbe essere il tasso di cambio.

Tuttavia, queste proposte, ormai (quasi) generalmente condivise, richiedono due precisazioni. La prima è motivata dal diffondersi dell'innovazione finanziaria e dalla maggiore indeterminazione delle linee di demarcazione fra gli strumenti e fra le istituzioni. Ciò non facilita l'approccio basato sugli obiettivi di espansione monetaria, per quanto riguarda sia la definizione sia il conseguimento degli stessi. Il tentativo di rispettare rigidamente in un ambito settimanale, mensile o anche trimestrale, un obiettivo fissato *una tantum* è divenuto un'impresa ancora più irrealistica che in passato. Sarebbe tuttavia un errore rinunciare in blocco a tale approccio. Il perseguimento di obiettivi di espansione monetaria in un'ottica di più lungo periodo, accompagnato da aggiustamenti discrezionali dei valori di obiettivo ogniqualvolta ciò sia reso necessario dal mutare del contesto istituzionale od economico, rimane un approccio valido. La completa discrezionalità non contribuisce — a dir poco — a combattere l'incertezza, né a debellare le aspettative inflazionistiche. La fissazione di linee direttrici — in termini di crescita monetaria oppure di tasso di cambio — è necessaria per fornire un punto di orientamento alle aspettative fortemente fluttuanti del mercato, nonché un parametro di giudizio circa l'operato delle autorità monetarie (compresa la decisione di scostarsi dagli obiettivi prefissati), e per accrescere la loro forza di persuasione nel dialogo con il governo ed il parlamento.

La seconda precisazione concerne le speranze che possono essere riposte nell'efficacia antinflazionistica della politica monetaria. Negli ultimi anni la Relazione annuale ha costantemente sostenuto la tesi che, sebbene una politica monetaria del tipo ora indicato costituisca un presupposto essenziale del successo nella lotta contro l'inflazione, essa non può essere considerata come condizione sufficiente. Al fine di rendere minimo il rischio che il tasso decrescente di espansione monetaria comprima la crescita reale anziché il livello dei prezzi, il

processo di formazione dei prezzi e dei salari deve essere reso piú flessibile e piú adattabile in entrambe le direzioni. Un approccio potrebbe consistere nell'adozione di schemi retributivi che colleghino — almeno in parte — la dinamica dei salari al variare della redditività aziendale, sulla falsariga dei sistemi, basati sui premi di produzione e sul lavoro straordinario, che trovano applicazione in Giappone, dove alle fluttuazioni nel reddito da lavoro si è accompagnata una relativa sicurezza in termini di occupazione. Questi metodi retributivi non sono forse estranei al fatto che il Giappone ha ottenuto maggiori successi, rispetto agli altri paesi industriali, nell'assicurare sia un elevato livello di occupazione sia una virtuale stabilità dei prezzi. Soltanto un tale distacco netto dalla pratica corrente potrebbe far sí che il prezzo della manodopera si conformi al mercato e che la disoccupazione sia gradualmente riassorbita. I risultati relativamente soddisfacenti sul fronte dell'inflazione non dovrebbero distrarre l'attenzione dall'esigenza di un cambiamento di vasta portata nel processo di formazione dei prezzi e dei salari.

Un altro compito spettante alle autorità monetarie, che in taluni paesi dovrà essere affrontato in collaborazione con altri organismi dello Stato, è la salvaguardia della stabilità dei rispettivi sistemi finanziari. L'approccio basato sugli obiettivi di crescita monetaria, se applicato con prammatismo, può di per sé facilitare tale compito, in quanto appunto inserisce un elemento di stabilità nel quadro macroeconomico e combatte gli squilibri inflazionistici, che costituiscono uno dei principali fattori di instabilità finanziaria. Dalle autorità monetarie vi sarebbe inoltre da attendersi che forniscano ai mercati il necessario apporto di liquidità, come hanno sempre fatto in passato, nei momenti di forte tensione finanziaria. Ma le circostanze attuali richiedono anche altre iniziative. Anzitutto, il molteplice processo di innovazione, di "despecializzazione" e di deregolamentazione deve essere mantenuto saldamente sotto controllo, affinché si svolga in modo ordinato ed equilibrato, senza esporre improvvisamente intere categorie di intermediari finanziari a rovinosi contraccolpi. Un'ulteriore esigenza è che sia mantenuta, o ristabilita, la trasparenza dei mercati e dell'attività delle singole istituzioni, migliorando le informazioni disponibili a tutti coloro che risentono degli effetti del cambiamento strutturale nell'intermediazione finanziaria e dei nuovi rischi che esso comporta. Il terzo imperativo è quello di adeguare il sistema di vigilanza a tale contesto fortemente innovativo e piú concorrenziale. Infine, sarà necessario coordinare tutti questi sforzi a livello internazionale, dato l'alto grado di integrazione finanziaria raggiunto su scala mondiale. Per quanto si possano constatare progressi in tutte queste direzioni, il compito che resta da assolvere non deve essere sottovalutato.

Un terzo ambito in cui le autorità monetarie possono dare un certo sostegno alle politiche di stabilizzazione a medio termine è quello dell'intervento sul mercato dei cambi — ove l'accento va posto sia su *certo* sia su *sostegno*. Di per sé gli interventi sul mercato dei cambi, anche se effettuati su vasta scala, hanno scarse probabilità di esercitare un effetto durevole sulla tendenza o sul livello dei tassi di cambio. Essi possono tuttavia essere utili in due circostanze. In primo luogo, allorché sono compiuti in funzione complementare ad una correzione di orientamento della politica economica interna, nel qual caso il loro effetto di annuncio può senz'altro sostenere o accelerare il movimento del tasso di cambio indotto da tale correzione. Si tratta del ben noto argomento che alle parole devono accompagnarsi i fatti. In secondo luogo, gli interventi possono svolgere un ruolo estremamente salutare

ogniquale volta il mercato dei cambi entri in una fase speculativa manifestamente unidirezionale, nella quale la contro-speculazione ha semplicemente cessato di agire. In queste circostanze eccezionali gli interventi valutari su vasta scala, se ben coordinati a livello internazionale e, in particolare, se effettuati con giusta scelta di tempo, costringono gli operatori di mercato a ricordarsi che i tassi di cambio possono ben muoversi in entrambe le direzioni. Ciò può condurre ad un migliore equilibrio nel funzionamento del mercato e troncare impennate speculative che altrimenti avrebbero potuto durare settimane e mesi — sebbene probabilmente a prezzo di un temporaneo aumento della variabilità giornaliera dei tassi di cambio.

Va peraltro riconosciuto che le considerazioni espresse in questa Relazione sul modo di affrontare gli attuali problemi nel mercato dei cambi, benché possano apparire a taluni eccessivamente ottimistiche in termini di efficacia attesa, in realtà sono di portata alquanto modesta. In definitiva, esse si limitano a suggerire che politiche interne meglio equilibrate potrebbero riportare gradatamente il dollaro ad un livello più sostenibile, mentre gli interventi sui mercati valutari potrebbero temperare alcuni eccessi speculativi nelle fluttuazioni dei cambi. Tuttavia, quand'anche si potessero ottenere dei successi in queste direzioni, resterebbero comunque senza risposta alcuni interrogativi fondamentali. Continueremo a dover convivere con eccessivi movimenti a medio termine dei tassi di cambio reali, di cui l'apprezzamento quadriennale del dollaro non sarebbe altro che un esempio? Dovremo seguitare a tollerare un'instabilità dei tassi di cambio nel breve periodo che invero ha già raggiunto dimensioni senza precedenti negli ultimi mesi? E questi fenomeni sono effetti collaterali inevitabili di un mondo integrato sul piano finanziario, in cui le operazioni sul mercato dei cambi sono ormai dominate dalle aspettative suscitate dal rapido succedersi di nuove informazioni? E se così non è, come porvi rimedio? Si tratta di questioni complesse su cui esistono opinioni controverse, ed alle quali questa Relazione deliberatamente non ha cercato di dare una risposta. In effetti, fintantoché nel mondo industrializzato dell'Occidente sussistono così ampi squilibri nella configurazione delle bilance dei pagamenti e dei tassi di cambio, è difficile giudicare quanta parte dei due fenomeni predetti debba essere attribuita semplicemente a questi squilibri ed all'asimmetria delle politiche che ne è alla base, e quanta parte sia invece dovuta a fattori più "sistemici". Ma presto o tardi gli eventi potrebbero imporre un'analisi approfondita di questi problemi.

A. LAMFALUSSY
Direttore Generale

**BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE
AL 31 MARZO 1985**

BILANCIO AL

(Prima e dopo la ripartizione)

ATTIVO

Oro	<u>Franchi oro</u> 5.021.369.537
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	5.197.514
Buoni del Tesoro	452.493.140
Depositi vincolati e anticipazioni	
In oro	
Fino a 3 mesi	76.952.092
In valute	
Fino a 3 mesi	12.492.512.127
Ad oltre 3 mesi	<u>2.101.729.108</u>
	14.671.193.327
Altri titoli	
Fino a 3 mesi	1.507.820.330
Ad oltre 3 mesi	<u>1.177.337.618</u>
	2.685.157.948
Partite varie	16.505.915
Terreno, immobili ed arredi	1
	<u><u>22.851.917.382</u></u>
<p>Nota 1: Il franco oro equivale a gr. 0,29032258... di oro fino - Articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di \$USA 208 per oncia di fino (ossia secondo l'equivalenza 1 franco oro = \$USA 1,94149...); tutte le altre partite in valuta sono state convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.</p> <p>Nota 2: Al 31 marzo 1985 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 44.328.840 franchi oro.</p>	

31 MARZO 1985

dell'utile netto dell'esercizio)

PASSIVO

	<u>Prima della ripartizione</u>	<u>Dopo la ripartizione</u>
	<u>Franchi oro</u>	<u>Franchi oro</u>
Capitale		
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro		
ciascuna	1.500.000.000	
Emesso: 473.125 azioni	1.182.812.500	
Liberato per il 25%	295.703.125	295.703.125
Riserve		
Fondo di riserva legale	30.070.313	30.070.313
Fondo di riserva generale	477.552.793	499.552.793
Fondo speciale di riserva per i dividendi	21.530.055	21.530.055
Fondo di riserva libero	263.330.236	296.330.236
	792.483.397	847.483.397
Depositi (in oro)		
Banche centrali		
A vista	4.287.183.741	
Fino a 3 mesi	78.054.164	
Altri depositanti		
A vista	26.607.280	
	4.391.845.185	4.391.845.185
Depositi (in valute)		
Banche centrali		
A vista	300.041.221	
Fino a 3 mesi	15.064.953.975	
Ad oltre 3 mesi	1.373.455.406	
Altri depositanti		
A vista	11.325.356	
Fino a 3 mesi	172.983.884	
Ad oltre 3 mesi	7.753.056	
	16.930.512.898	16.930.512.898
Partite varie	373.006.144	373.006.144
Conto profitti e perdite	68.366.633	—
<i>Dividendo pagabile il 1° luglio 1985</i>	—	13.366.633
	<u>22.851.917.382</u>	<u>22.851.917.382</u>

RELAZIONE DEI REVISORI DEI CONTI AL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE ED ALL'ASSEMBLEA GENERALE DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, BASILEA

A nostro giudizio, il bilancio e il conto profitti e perdite, ivi comprese le note, rispecchiano, sulla base di quanto indicato alla nota 1, in modo veritiero e imparziale la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1985, nonché degli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. Abbiamo ottenuto tutte le informazioni e tutte le spiegazioni da noi richieste. La Banca ha tenuto i suoi libri in modo corretto; il bilancio e il conto profitti e perdite concordano con i libri e con le informazioni e le spiegazioni che ci sono state fornite.

Zurigo, 7 maggio 1985

PRICE WATERHOUSE & CO.

CONTO PROFITTI E PERDITE
per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1985

	<u>Franchi oro</u>
Interessi netti e altri redditi	85.346.777
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione	209.096
Direzione e personale	10.336.054
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>3.595.193</u>
	<u>14.140.343</u>
Risultato netto di gestione	71.206.434
meno: Importo devoluto all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione	
	<u>2.839.801</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1985	68.366.633
Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale ordinaria di ripartire l'utile netto, in base all'articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:	
Dividendo: 145 franchi svizzeri per azione su 473.125 azioni	13.366.633
	<u>55.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva generale	22.000.000
	<u>33.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva libero	<u>33.000.000</u>
	<u>—</u>

VARIAZIONI DELLE RISERVE DELLA BANCA
nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1985

in franchi oro

I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1984-85

	<u>Fondo di riserva legale</u>	<u>Fondo di riserva generale</u>	<u>Fondo speciale di riserva per i dividendi</u>	<u>Fondo di riserva libero</u>
Consistenza al 1° aprile 1984, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1983-84	30.070.313	477.552.793	21.530.055	263.330.236
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1984-85	—	22.000.000	—	33.000.000
Consistenza al 31 marzo 1985, come da Bilancio	<u>30.070.313</u>	<u>499.552.793</u>	<u>21.530.055</u>	<u>296.330.236</u>

II. Il Capitale versato ed i Fondi di riserva al 31 marzo 1985 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

	<u>Capitale versato</u>	<u>Riserve</u>	<u>Totale</u>
Attività nette in			
Oro	295.703.125	366.444.479	662.147.604
Valute	—	481.038.918	481.038.918
	<u>295.703.125</u>	<u>847.483.397</u>	<u>1.143.186.522</u>

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Jean Godeaux, Bruxelles Presidente del Consiglio di Amministrazione,
Presidente della Banca

Bernard Clappier, Parigi Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione

Prof. Paolo Baffi, Roma
Michel Camdessus, Parigi
Dott. Carlo Azeglio Ciampi, Roma
Bengt Dennis, Stoccolma
Dott. W.F. Duisenberg, Amsterdam
Pierre Languetin, Zurigo
Robert Leigh-Pemberton, Londra
Karl Otto Pöhl, Francoforte
The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, Londra
Dott. Johann Schöllhorn, Kiel
Barone de Strycker, Bruxelles

Sostituti

Dott. Lamberto Dini, Roma, oppure
Dott. Rainer Masera, Roma
Dott. Leonhard Gleske, Francoforte
Georges Janson, Bruxelles
A.D. Loehnis, Londra, oppure
M.J. Balfour, Londra
Jacques Waitzenegger, Parigi, oppure
Francis Cappanera, Parigi

DIREZIONE

Alexandre Lamfalussy	Direttore Generale
R.T.P. Hall	Condirettore Generale
Dott. Giampietro Morelli	Segretario Generale, Capo di Dipartimento
Rémi Gros	Capo del Dipartimento Bancario
Dott. Horst Bockelmann	Consigliere Economico, Capo del Dipartimento Monetario ed Economico
Maurice Toussaint	Direttore
Prof. Dott. F.-E. Klein	Consigliere Giuridico, Direttore
Dott. Warren D. McClam	Direttore
M.G. Dealtry	Direttore

Robert Chaptinel	Direttore Supplente
R. G. Stevenson	Direttore Supplente
André Bascoul	Condirettore
Paul A. Hauser	Condirettore
Joachim Mix	Condirettore
Dott. H. W. Mayer	Condirettore
Jean Vallet	Condirettore
Kevin J. Kearney	Condirettore
Dott. Kurt Spinnler	Condirettore