

**BANCA DEI
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

CINQUANTASEIESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1985 – 31 MARZO 1986

BASILEA

9 giugno 1986

INDICE

	Pagina
Presentazione	1
I. Un bilancio favorevole	3
II. La ripresa economica e il cambiamento nelle combinazioni delle politiche	8
<i>Aspetti salienti (p.8); la produzione e la domanda (p.9): un nuovo tipo di shock petrolifero (p.13); l'inflazione (p.14): i corsi delle materie prime e i prezzi all'importazione (p.15), le retribuzioni e i costi unitari del lavoro (p.16); i mercati del lavoro nel contesto dell'attuale ripresa (p.19): il contrasto tra l'esperienza dell'Europa e quelle dell'America del Nord e del Giappone (p.19), i cambiamenti nella composizione delle forze di lavoro occupate (p.20), le rigidità, le retribuzioni reali e la capacità produttiva (p.21), le rigidità del mercato del lavoro (p.21), le retribuzioni reali e l'occupazione (p.23), la capacità produttiva e la disoccupazione (p.25), sintesi (p.26); la politica fiscale: sviluppi e problemi (p.27): la crescita del debito pubblico (p.28), l'efficacia della politica fiscale (p.30), il coordinamento delle politiche (p.32); la combinazione delle politiche fiscali e monetarie (p.32): 1985: un anno di svolta? (p.32).</i>	
III. Il commercio e i pagamenti internazionali	37
<i>Aspetti salienti (p.37); il commercio mondiale (p.38); l'ampliamento degli squilibri esterni nei tre maggiori paesi industriali (p.41): Stati Uniti (p.41), Giappone (p.47), Germania (p.50); gli andamenti delle bilance dei pagamenti negli altri paesi del Gruppo dei Dieci (p.53); gli andamenti delle bilance dei pagamenti negli altri gruppi di paesi (p.57): paesi industriali esterni al Gruppo dei Dieci (p.57), Europa orientale (p.58); gli andamenti delle bilance dei pagamenti nei paesi in via di sviluppo (p.58): paesi in via di sviluppo (p.58), paesi petroliferi del Medio Oriente (p.59), America Latina (p.60), Asia (p.60), altri paesi in via di sviluppo (p.61), lo stato del processo di aggiustamento nei PVS (p.63).</i>	
IV. L'evoluzione dei mercati finanziari	65
<i>Aspetti salienti (p.65); il risparmio finanziario dei settori privato e pubblico nelle maggiori economie (p.66): squilibri fra risparmio e investimento (p.66), i meccanismi equilibratori del mercato (p.69); le scelte di portafoglio e i rendimenti delle attività (p.71): attività e passività esterne (p.71), accumulazione di attività, effetti di valutazione e ricomposizione del portafoglio (p.72); i mercati finanziari nel 1985 (p.75): tassi di interesse (p.75), l'attività sui mercati azionari (p.78), operazioni di raccolta di fondi sui mercati dei capitali (p.80); l'espansione dei mercati mobiliari ed il ruolo degli investitori istituzionali (p.82); l'evoluzione dei ruoli delle diverse istituzioni finanziarie (p.85); i recenti problemi di stabilità finanziaria (p.87); innovazione finanziaria e stabilità del sistema: nuovi problemi per la vigilanza (p.89).</i>	

V. I mercati internazionali dei capitali	92
Aspetti salienti (p. 92); il quadro d'insieme (p. 93); il settore bancario internazionale (p. 97); l'andamento degli aggregati complessivi (p. 97), raccolta e impieghi dei fondi bancari internazionali (p. 99), il flusso di credito ai paesi esterni all'area dichiarante (p. 101), il ruolo dei singoli centri di mercato (p. 105), la struttura per monete dell'attività bancaria internazionale e l'evoluzione del mercato dell'ECU (p. 107), il mercato dei prestiti consorziali (p. 109); i mercati mobiliari internazionali (p. 109): il comparto a breve termine (p. 109), il comparto a lungo termine (p. 112); la situazione debitoria internazionale e l'iniziativa Baker (p. 116).	
VI. La politica monetaria: obiettivi intermedi e procedure operative	125
Aspetti salienti (p. 125); l'evoluzione delle politiche di controllo monetario (p. 126): gli aggregati monetari: obiettivi ed andamenti (p. 126), le difficoltà emerse nella determinazione degli obiettivi di crescita monetaria (p. 130), verso una maggiore flessibilità nell'approccio basato sugli obiettivi monetari (p. 133), la considerazione del tasso di cambio nelle strategie orientate al controllo degli aggregati (p. 134); le strategie alternative per la politica monetaria (p. 137): politiche monetarie orientate esplicitamente al tasso di cambio (p. 137), gli obiettivi in termini di PNL nominale e di tasso di interesse nella politica monetaria (p. 140); i cambiamenti negli strumenti della politica monetaria e nelle procedure operative (p. 141): nuovi strumenti e procedure (p. 141), i fattori alla base dei cambiamenti (p. 145), la flessibilità nelle procedure operative sul mercato monetario e valutario (p. 145), i problemi che persistono nella gestione del mercato monetario (p. 148); i vincoli gravanti sulla politica monetaria (p. 150).	
VII. Il sistema monetario internazionale	152
Aspetti salienti (p. 152); gli andamenti generali dei tassi di cambio (p. 152): le monete fluttuanti (p. 152), l'efficacia della manovra delle autorità sul mercato dei cambi (p. 159), le prospettive a più lungo termine e le proposte di riforma (p. 162); gli sviluppi nell'ambito dello SME (p. 165); la produzione e il mercato dell'oro (p. 170); le riserve e la liquidità internazionale (p. 173).	
VIII. L'attività della banca	180
Lo sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 180); il sistema di compensazione delle transazioni in ECU private (p. 184); le operazioni del Dipartimento bancario (p. 185): passivo (composizione delle risorse) (p. 186), attivo (impiego delle risorse) (p. 189), operazioni a termine in oro (p. 191); la ripartizione dell'utile netto (p. 191); 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. 192); i cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (p. 192).	
Conclusioni	194

* *
*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1986.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati con un asterisco)

Pagina

II. La ripresa economica e il cambiamento nelle combinazioni delle politiche

Variazioni del PNL a prezzi costanti e delle sue componenti	11
Inflazione nei paesi del Gruppo dei Dieci; 1961-1986*	14
Variazioni dei prezzi al consumo	15
Prezzi dei prodotti primari a mercato mondiale: petrolio e materie prime non petrolifere; 1979-1986*	16
Prezzi all'importazione; 1981-85*	17
Costi del lavoro nell'industria e prezzi all'ingrosso	18
Indicatori del mercato del lavoro: Stati Uniti, Giappone ed Europa	20
Profilo dell'occupazione nel settore dei servizi: alcuni indicatori	22
Occupazione, disoccupazione e retribuzioni reali in alcuni paesi europei	23
Paesi europei dell'OCSE: disoccupazione e quota dei redditi da lavoro sul reddito nazionale; 1965-1985*	24
Indicatori della capacità produttiva	25
Saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche	28
Debito delle amministrazioni pubbliche ed esborsi per interessi	29
Spesa delle amministrazioni pubbliche	31
Differenziali dei tassi di interesse reali a breve e a lungo termine tra gli Stati Uniti e altri paesi; 1980-86*	34

III. Il commercio e i pagamenti internazionali

Volume dell'interscambio mondiale; 1982-85*	39
Stati Uniti: componenti delle variazioni del saldo commerciale. Stime	42
Stati Uniti: saldi commerciali per gruppi di paesi	43
Stati Uniti: bilancia dei movimenti di capitali	44
Stati Uniti: flussi bancari	45
Stati Uniti: distribuzione geografica dei flussi di capitali identificati del settore privato	46
Giappone: incidenza delle variazioni del volume e delle ragioni di scambio sui movimenti del saldo commerciale. Stime	47
Giappone: bilancia dei movimenti di capitali	49
Germania: incidenza delle variazioni del volume e delle ragioni di scambio sui movimenti del saldo commerciale. Stime	51
Germania: bilancia dei movimenti di capitali identificati	51
Saldi delle partite correnti	54
Paesi del Gruppo dei Dieci: struttura dei flussi di capitali	56
Paesi in via di sviluppo: componenti delle variazioni delle partite correnti. Stime	59
Paesi in via di sviluppo: finanziamento dei disavanzi delle partite correnti. Stime	61

IV. L'evoluzione dei mercati finanziari

Risparmio lordo e investimenti lordi negli Stati Uniti, in Giappone e in Germania; 1980-85*	66
Investimenti lordi, risparmio e sue componenti	68
Attività e passività esterne	71
Tassi di remunerazione delle attività in termini reali	72
Composizione del portafoglio del settore privato non finanziario	73
Rapporto fra indebitamento e capitale proprio nel settore delle società non finanziarie	75
Tassi di interesse nominali e inflazione; 1980-86*	77
Corsi azionari in termini reali nelle principali borse valori; 1980-86*	79
Fondi raccolti dai settori interni non finanziari	81
Emissioni obbligazionarie lorde	83
Provvista delle banche sul mercato degli strumenti finanziari	84

V. I mercati internazionali dei capitali

Tendenze sui mercati internazionali dei capitali; 1982-85*	93
Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime): variazioni nelle posizioni creditorie sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI ed emissioni obbligazionarie internazionali	94
Variazioni nelle attività sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI, a tassi di cambio costanti e correnti; 1979-1985*	98
Banche dichiaranti alla BRI: configurazione dell'attività internazionale	99
Raccolta e impieghi dei fondi bancari internazionali. Stime	101
Flussi creditizi tra le banche dichiaranti alla BRI e gruppi di paesi esterni all'area dichiarante. Stime	102
Flussi creditizi tra le banche dichiaranti e singoli gruppi di PVS non OPEC	103
Andamenti nei singoli centri bancari	106
Struttura per monete delle posizioni sull'estero delle banche dichiaranti	107
Struttura del mercato bancario dell'ECU	108
Attività del mercato finanziario internazionale scomposta per settori di mercato e per mutuatari	110
Rendimenti di alcune categorie di obbligazioni internazionali e tassi di interesse sui depositi in eurodollari; 1984-86*	112
Profilo strutturale del mercato delle obbligazioni internazionali	113
I mercati obbligazionari internazionali per gruppi di mutuatari	115
Evoluzione dell'indebitamento internazionale dei PVS non OPEC; 1975-1985*	118
Fattori determinanti il fabbisogno di finanziamento dei PVS non OPEC; 1975-1985*	120

VI. La politica monetaria: obiettivi intermedi e procedure operative

Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di espansione	126
Aggregati monetari: obiettivi ed andamenti; 1985-86*	128
Variazioni della quantità di moneta, del PNL e della velocità di circolazione in rapporto al reddito	131
Tassi del mercato monetario e tassi di cambio; 1985-86*	136
Tassi di interesse a breve ed a lungo termine e variazioni dei prezzi al consumo: differenziali rispetto alla Germania	138
Operazioni ufficiali incidenti sulle condizioni del mercato monetario	144
Tassi ufficiali e interbancari; 1985-86*	146

VII. Il sistema monetario internazionale

Andamento dei tassi di cambio bilaterali di alcune monete rispetto al dollaro USA; 1984-86*	154
Andamento dei tassi di cambio bilaterali di alcune monete rispetto al marco tedesco; 1984-86*	155
Andamento dei tassi di cambio effettivi di alcune monete; 1980-86*	157
Variabilità giornaliera di determinati tassi di cambio del dollaro	162
Tassi di cambio bilaterali reali di alcune monete rispetto al dollaro USA; 1976-1986*	163
Tassi di cambio a pronti nel meccanismo di cambio dello SME; 1984-86*	166
Andamenti dei costi e dei prezzi relativi all'interno dello SME; 1983-86*	169
Produzione mondiale di oro. Stime	171
Mercato dell'oro: fonti e impieghi. Stime	172
Prezzi di mercato dell'oro; 1984-86*	173
Variazioni nelle riserve globali	175
Struttura degli impieghi delle riserve valutarie	178

VIII. L'attività della banca

Prestiti comunitari in essere	183
Totali di bilancio negli ultimi cinque esercizi finanziari	185
Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi cinque esercizi finanziari	186
Origine delle risorse finanziarie esterne	188
Scadenza e natura delle risorse finanziarie esterne	188
Composizione delle attività a vista e di altri impieghi	189
"Depositi vincolati e anticipazioni" e "Altri titoli", suddivisi in base alla vita residua	190

CINQUANTASEIESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL' ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea il 9 giugno 1986

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la cinquantaseiesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1985 e terminato il 31 marzo 1986.

Dopo il trasferimento di franchi oro 1.547.159 all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione, l'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 80.171.806 a fronte di franchi oro 68.366.633 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 19.171.806 al pagamento di un dividendo di 155 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 24.400.000 al Fondo di riserva generale e il residuo di franchi oro 36.600.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1985-86 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1986.

I. UN BILANCIO FAVOREVOLE

L'economia mondiale appare oggi nel complesso piú sana di quanto lo fosse un anno fa o in qualsiasi altro momento degli ultimi cinque o sei anni. Nella situazione attuale vi sono tuttavia elementi negativi oltre che positivi, e trarne un bilancio non è soltanto una questione di aritmetica. Mentre può esservi ampio consenso su quali elementi rientrino nell'una o nell'altra categoria, molto piú difficile è concordare sull'importanza relativa da annettere ai risultati conseguiti ed ai problemi ancora irrisolti. Ciò nonostante, può essere utile iniziare questa rassegna degli sviluppi economici dell'anno trascorso, elencando gli elementi positivi e negativi e commentando brevemente alcuni di essi. Tali elementi verranno trattati in modo piú approfondito nei successivi capitoli della Relazione.

L'elenco dei successi conseguiti, o piuttosto – per non sopravvalutare il contributo delle politiche – quello degli *sviluppi favorevoli* è lungo:

- l'inflazione è regredita in un gran numero di paesi industriali, scendendo in alcuni casi al disotto del livello tradizionalmente considerato equivalente alla stabilità assoluta dei prezzi, tenuto conto dell'inevitabile indeterminatezza della misurazione statistica (si vedano le pagine 14–19);
- benché i dati sulla produzione per il 1985 si presentino meno positivi di quelli del 1984 (a causa del rallentamento della crescita negli Stati Uniti dalla metà del 1984), un aspetto favorevole è che nella maggior parte dei paesi la domanda aggregata non si è indebolita, a differenza di quanto ci si poteva attendere sulla base del profilo ciclico tradizionale. La maggior parte delle economie pare essere in grado di procedere lungo l'itinerario di crescita – invero moderata – che esse seguono da ormai piú di tre anni, realizzando quasi l'antico ideale di prolungare le fasi di espansione senza incorrere in un surriscaldamento della congiuntura (pagine 9–14);
- la struttura dei tassi di cambio è ora chiaramente piú conforme alle esigenze delle varie economie di quanto lo fosse un anno fa (si veda, in particolare, la pagina 162);
- la capacità e la ferma volontà dei maggiori paesi industriali di cooperare tra loro paiono essersi rafforzate (pagine 32–36);
- negli Stati Uniti le pressioni per una riduzione del disavanzo pubblico – che per molti osservatori è la causa prima di una serie di mali da cui è affetta l'economia mondiale – hanno assunto un'intensità tale da rendere probabile che venga in qualche modo intrapresa un'azione appropriata (pagina 27);
- il prezzo del petrolio espresso in dollari USA si è piú che dimezzato rispetto al livello al quale si situava da diversi anni, pur essendo ancora cinque o sei volte superiore alle quotazioni anteriori al 1973. La considerevole riduzione del costo dell'energia eserciterà un influsso favorevole su molte economie, benché ovviamente non su tutte (pagine 13–14);
- i tassi di interesse nominali hanno subito un calo generale. E' pur vero che la flessione non ha superato in tutti i casi quella del tasso di inflazione, ma essa è di per sé significativa, in particolare per i paesi debitori e relativamente all'onere del debito pubblico (pagine 75–78).

Dal lato degli *obiettivi mancati*, i problemi la cui gravità è diminuita di poco o non lo è affatto sono:

- i livelli della disoccupazione nella maggior parte dei paesi europei (pagine 19-26);
- le difficoltà debitorie che gravano su numerosi paesi in via di sviluppo (pagine 116-124);
- le tensioni prodotte sul sistema finanziario da fattori interni e internazionali (pagine 87-91);
- il persistere di ampi squilibri nelle bilance dei pagamenti correnti (pagine 41-52).

Con ciò non si intende affermare che non siano stati compiuti progressi su nessuno di questi fronti. Nella maggior parte dei paesi industriali ad alta *disoccupazione* è stata arrestata la tendenza ascendente. Alcuni paesi hanno persino conseguito il primo significativo incremento dell'occupazione dopo diversi anni, sebbene a causa di fattori demografici e di tassi crescenti di attività ciò non abbia trovato riscontro in una corrispondente diminuzione del numero di inoccupati. Vi sono buone prospettive di un ulteriore progresso in questa direzione. Ma quali possibilità esistono di ricondurre la disoccupazione a livelli tradizionalmente considerati come tollerabili?

Due aspetti di tale questione sono trattati diffusamente in questa Relazione. Da un punto di vista macroeconomico il quesito è se mediante una congrua combinazione di misure di politica economica - all'occorrenza coordinata a livello internazionale - sia possibile stimolare la crescita economica in misura sufficiente a ridurre la disoccupazione. In altri termini, esistono vincoli sul piano delle politiche o altri fattori che escludono tale possibilità? Sotto il profilo microeconomico, la questione verte sulle cause della rigidità del mercato del lavoro, che in molte economie è tale da impedire che i meccanismi di mercato producano, anche dopo un periodo di tempo abbastanza lungo, il necessario aggiustamento.

Per quanto riguarda il *problema debitorio*, vi sono stati numerosi nuovi sviluppi dalla primavera dello scorso anno. Il più importante è costituito dall'iniziativa Baker presentata a Seul agli inizi di ottobre. Il nuovo indirizzo della politica degli Stati Uniti è stato accolto favorevolmente da quasi tutti i paesi. Il nuovo approccio, che punta su un aggiustamento realizzato attraverso lo sviluppo piuttosto che mediante drastiche politiche di austerità, chiaramente offre maggiori possibilità nella ricerca di soluzioni ed è più realistico per quanto riguarda la dimensione temporale del problema debitorio. Molti fra i paesi indebitati, cui si rivolge l'iniziativa Baker, hanno già avviato trattative con la Banca Mondiale per ottenere prestiti destinati all'aggiustamento strutturale e stanno attuando, o negoziando, programmi di aggiustamento patrocinati dal FMI. Per la verità, nessun paese debitore ha finora adottato ufficialmente una linea d'azione che si conformi in tutti i punti al piano del Segretario al Tesoro statunitense; tuttavia un certo ritardo era da prevedere fin dall'inizio. Da un lato, la caduta del prezzo del petrolio ha reso necessaria una revisione globale delle strategie in quasi tutti i paesi indebitati, avendo provocato un improvviso aumento o calo del loro fabbisogno di finanziamento (il Messico costituisce l'esempio più evidente). Inoltre, il nuovo approccio implica di per sé che taluni cambiamenti nelle politiche nei paesi debitori non solo rientrino

nella condizionalità che ha sempre costituito un elemento dei programmi del FMI, ma debbano andare ben al di là di una dichiarazione di intenti. Poiché si chiede a questi paesi di mostrare qualcosa di tangibile per poter aver accesso al programma, occorrerà che trascorra un certo tempo anche nel più favorevole dei casi. Vi è già un discreto numero di paesi in via di sviluppo che ha dato prova di grande determinazione nell'affrontare i propri problemi in modo più coraggioso e radicale.

Se le prospettive sono migliorate, gli elementi di fondo del problema debitorio non sono cambiati molto durante lo scorso anno. Non vi è stato praticamente alcun rimborso di debito e tutti i crediti scaduti sono stati rinegoziati, nel complesso a condizioni più favorevoli. Le scadenze sono state prolungate, i tassi di interesse sono diminuiti in linea con la tendenza calante e gli *spreads* sono stati ridotti in considerazione dell'energica azione di aggiustamento intrapresa da alcuni paesi debitori. La maggior parte dei paesi indebitati pare aver preso atto dei limiti oltre i quali le banche commerciali (e i governi del Club di Parigi) non sembrano disposte ad andare. L'approccio differenziato "caso per caso" è stato mantenuto e pare tuttora rispondere all'interesse di entrambe le parti, non essendo disponibili, né indispensabili, "soluzioni universali". I significativi miglioramenti registrati nella situazione economica di molti paesi debitori nel 1984 non si sono tuttavia ripetuti lo scorso anno, anche se il Brasile e il Venezuela sono stati in grado di mantenere un'ampia eccedenza commerciale, pur in presenza di un'assai più lenta crescita del commercio mondiale. Il nuovo credito netto ai paesi debitori maggiormente in difficoltà è stato molto modesto; essi non sono riusciti a ricostituire la propria affidabilità creditizia ed i loro indici di indebitamento sono rimasti sui livelli del 1982.

La minaccia per il sistema bancario internazionale, rappresentata dal rischio di una simultanea inesigibilità di numerosi crediti bancari internazionali appare oggi meno acuta di quanto lo fosse alcuni anni orsono. Ciò è dovuto non solo agli sforzi compiuti per rendere meno probabili tali insolvenze, ma anche al fatto che le banche sono state in grado di rafforzare la propria base di capitale in rapporto alla loro esposizione verso i paesi più gravati di debiti. Tuttavia, di recente in alcuni paesi talune banche — in particolare quelle con un'elevata concentrazione di crediti destinati al settore agricolo e al finanziamento della ricerca di giacimenti petroliferi — hanno incontrato gravi problemi sul piano dell'attività creditizia interna. Benché ciò possa nuocere alla fiducia nel sistema bancario e indurre gli investitori a ricercare altri sbocchi sui mercati finanziari, i problemi restano ben circoscritti e non creano lo stesso tipo di minaccia "sistemica" che aveva comportato la crisi debitoria del 1982. Nondimeno è emersa una certa inquietudine per gli sviluppi sui mercati finanziari e nel sistema bancario, sulla scia del recente processo di innovazione finanziaria che ha avuto origine negli Stati Uniti e nel Regno Unito e si è propagato in seguito al Giappone e all'Europa continentale. Alla base di alcune delle innovazioni vi è stato anche l'intento di eludere l'inasprimento delle prescrizioni in termini di capitale proprio. Nella misura in cui è riconducibile a questo fattore, il predetto rafforzamento della base di capitale delle banche potrebbe rivelarsi più apparente che reale. In ogni caso, le preoccupazioni circa questa ondata innovativa vanno ben al di là e vertono sulla questione di quanto le stesse istituzioni coinvolte siano consapevoli dei rischi in cui incorrono e ne tengano debitamente conto. Le banche centrali e le autorità di vigilanza dei maggiori paesi si sono attivamente impegnate lo scorso anno per far fronte a questo nuovo fenomeno, in modo da non

trovarsi impreparate qualora dovesse presentarsi una qualche minaccia per il sistema finanziario internazionale, su un terreno ben diverso da quello del rischio-paese.

L'ultimo dei punti negativi elencati in precedenza — *gli ampi squilibri dei pagamenti correnti* — ha vaste implicazioni. Gli squilibri negli scambi internazionali di beni e servizi dell'ordine di grandezza di quelli registrati negli ultimi anni non vanno presi alla leggera. A prima vista potrebbe sembrare che nessuno ne soffra. I paesi eccedentari rinunciano a risorse reali accumulando attività sull'estero, ma potrebbero trarre beneficio dall'effetto di stimolo sulle loro economie. I paesi in disavanzo possono fruire del più alto livello di spesa fintantoché non incontrano difficoltà nel finanziamento dei loro disavanzi. Tuttavia si tratta, da entrambi i lati, di una visione molto miope. I paesi deficitari saranno prima o poi posti di fronte alla necessità di un'azione correttiva. Le circostanze potrebbero essere tali da imporre rimedi estremi, con il rischio di deprimere gravemente il livello della domanda mondiale. I paesi in avanzo potrebbero essere scarsamente motivati a compensare tale riduzione della domanda con un'azione di stimolo, in considerazione del ritardo e dell'incertezza dei suoi effetti. Benché una delle principali cause degli attuali squilibri di parte corrente, ossia la forte distorsione nell'assetto dei tassi di cambio, possa essere stata in buona parte corretta, è probabile che il riassorbimento degli squilibri richieda più tempo di quanto siano disposti ad attendere i responsabili delle politiche economiche. Si avranno forti ritardi dovuti non solo agli effetti noti come "curva J", ma anche all'ampia riduzione della spesa per l'importazione di petrolio in Giappone e in Germania. Questo è certamente il punto, dal lato degli elementi negativi, che suscita i maggiori timori di un'errata impostazione delle politiche.

Il bilancio favorevole tracciato agli inizi di questo capitolo richiede un'ulteriore importante precisazione. E' prematuro considerare come definitivamente acquisiti i risultati finora raggiunti; il processo che li ha determinati è tuttora in atto, e sussiste il pericolo che la situazione sfugga al controllo. La nuova configurazione dei tassi di cambio non ha ancora portato al grado desiderato di stabilità sui mercati valutari, né la variazione dei prezzi del petrolio ha finora condotto ad un nuovo equilibrio. Riserve analoghe valgono persino per i progressi compiuti nella cooperazione tra i paesi industriali, dove l'accordo su un punto non implica affatto che si raggiunga il consenso su quello successivo, e dove troppo spesso si manifestano atteggiamenti di scarsa disponibilità.

In materia di politica fiscale i punti di vista divergono ampiamente. Tutti i paesi paiono avere un concetto ben chiaro di quale sia il giusto corso per se stessi, mentre manifestano opinioni fortemente contrastanti circa la giusta politica per gli altri. L'ulteriore questione di quale debba essere il giusto orientamento collettivo molto spesso non è neppure tenuta distinta su un piano concettuale. I paesi basano generalmente le loro politiche sul principio semplicistico secondo cui "ciò che va bene per l'economia nazionale va bene anche per l'economia mondiale", non esistendo un meccanismo per valutare anche solo in modo approssimativo i costi e i benefici entro un quadro di politiche pluridimensionale. E' probabile che in futuro questo aspetto della cooperazione economica venga discusso e studiato in modo più approfondito nelle sedi internazionali.

E' altresì probabile che la determinazione e la capacità di collaborare dei principali paesi siano messe alla prova sulla questione dello sviluppo del sistema

monetario internazionale. L'accordo dei cinque maggiori paesi industriali del settembre scorso ha condotto ad una trasformazione dell'assetto dei cambi. Questo accordo ha ottenuto tale risultato non tanto attraverso gli interventi valutari che esso ha promosso, ma piuttosto in quanto ha convinto i mercati che le autorità di tutti i paesi in causa erano seriamente intenzionate a determinare un aggiustamento dei tassi di cambio e non avrebbero esitato ad impiegare tutti i mezzi a loro disposizione per attuarlo con un'azione concertata. Si è osservato che l'impegno in tal senso delle autorità statunitensi ha un peso preponderante, anche perché la loro offerta di dollari è illimitata, mentre quella delle altre banche centrali, per quanto ampia, ha pur sempre dei limiti. Non si tratta di un'altra forma di asimmetria; tutte le banche centrali (se si prescinde dagli effetti sulla liquidità interna) possono acquistare valuta estera contro la propria moneta senza vincoli di ordine tecnico, essendo illimitata in linea di principio l'offerta di moneta nazionale. Tuttavia, poiché in questo caso era il dollaro USA che doveva subire un deprezzamento, ciò che contava era l'offerta illimitata di dollari.

Non vi è dubbio che il sistema monetario internazionale, dopo l'accordo di settembre e l'aggiustamento dei cambi che esso ha determinato, si differenzia per un importante aspetto dal precedente sistema in essere dal 1973. Se la nuova situazione debba essere in qualche modo formalizzata è un punto che figurerà inevitabilmente nell'ordine del giorno delle prossime consultazioni sulla cooperazione economica tra i principali paesi industriali. E' discutibile se un accordo formale (che per sua stessa natura richiede lunghi negoziati e prese di posizione su questioni spesso secondarie) costituisca realmente ciò di cui vi è bisogno. Laddove la cooperazione ha buon esito, essa tende a sviluppare una dinamica propria, e può essere preferibile esplorare nuovi ambiti in cui vi sono buone prospettive di proficua collaborazione.

Uno di questi ambiti è chiaramente quello della politica monetaria, dove esistono precedenti incoraggianti di azioni concertate e dove non vi è lo stesso contrasto di concezioni come sul piano della politica fiscale. In campo monetario il problema della cooperazione potrebbe essere esattamente di natura opposta. Proprio perché è così facile l'agire in sintonia, ciò potrebbe divenire un principio-guida della politica monetaria in generale, a scapito non solo di esigenze primarie sul fronte interno, ma anche dell'aggiustamento delle politiche, diverse da quella monetaria, incompatibili sul piano internazionale. Va da sé che la coordinazione fine a se stessa non è nell'interesse di nessuno; il quadro pluridimensionale delle politiche richiede che la politica monetaria non perda mai di vista il proprio compito primario, che è quello di impedire una ripresa dell'inflazione. Fortunatamente questa sembra per ora domata nei principali paesi, anche se il suo controllo non può essere posto in secondo piano tra gli obiettivi della politica economica.

L'ordine con cui sono disposti gli argomenti trattati in questa Relazione differisce in parte da quello seguito nelle Relazioni precedenti. In sostanza, tre argomenti vengono trattati in ordine successivo: l'economia "reale", i mercati dei capitali e la politica monetaria. Ciascuno di essi viene esaminato in due capitoli susseguenti, nell'uno sotto il profilo delle singole economie, nell'altro concentrando l'analisi sulle connessioni a livello internazionale. Nelle Conclusioni viene infine tracciata una sintesi delle principali considerazioni svolte nel corso della Relazione, mettendone in luce i punti salienti.

II. LA RIPRESA ECONOMICA E IL CAMBIAMENTO NELLE COMBINAZIONI DELLE POLITICHE

Aspetti salienti

Lo scorso anno la ripresa economica è proseguita in generale nei paesi del Gruppo dei Dieci. Questa evoluzione è tanto più degna di nota in quanto dalla metà del 1984 è diminuito sensibilmente l'effetto propulsivo esercitato dagli Stati Uniti.

Un altro aspetto incoraggiante è costituito dal fatto che nel 1985, dopo diversi anni di aggiustamento, i profitti e la redditività delle imprese hanno mostrato un sostanziale miglioramento. Ciò può spiegare in parte come in diversi paesi gli investimenti aziendali abbiano fornito un importante e propizio contributo alla crescita della domanda aggregata.

Nello stesso tempo sono stati ottenuti ulteriori successi sul fronte dell'inflazione, spesso in paesi in cui quest'ultima si era rivelata particolarmente tenace. Nei paesi al di fuori dell'America del Nord, l'apprezzamento esterno della moneta ha potenziato l'effetto della generale debolezza dei corsi delle materie prime. Nel periodo più recente, la caduta dei prezzi del petrolio ha comportato ulteriori considerevoli miglioramenti nella dinamica dei prezzi. In molti paesi il tasso di incremento dei prezzi al consumo è ora sceso ben al disotto della crescita tendenziale dei costi interni; questi progressi sono quindi destinati ad essere di breve durata, in assenza di un rapido adeguamento dei costi interni e di quelli salariali in particolare.

Il calo del prezzo del petrolio rafforzerà anche la domanda reale nella maggior parte dei paesi importatori di petrolio, migliorando così non solo le prospettive in termini di inflazione, ma anche le potenzialità di durata della ripresa economica.

Purtuttavia, la disoccupazione, specie in Europa, è destinata a rimanere a livelli elevati se commisurata ai parametri tradizionali. Sebbene siano stati indubbiamente compiuti progressi nella creazione di nuovi posti di lavoro e nell'attenuazione delle rigidità presenti sul mercato del lavoro, è evidente che ciò non basta. Le radici del problema risiedono probabilmente nel fatto che l'impostazione restrittiva delle politiche economiche, resa necessaria dalla passata inflazione dei costi e dei prezzi, congiuntamente alla reazione delle imprese agli eccessivi incrementi delle retribuzioni reali, ha lasciato l'Europa in una situazione di inadeguatezza dello *stock* di capitale, che potrà essere corretta solo in un arco di tempo relativamente lungo. Questo fatto pone già di per sé severe limitazioni alla possibilità della politica macroeconomica di conseguire un sensibile riassorbimento della disoccupazione in Europa.

Dal lato della politica fiscale, inoltre, non solo esistono ulteriori vincoli derivanti dalla necessità di porre sotto controllo i crescenti oneri del debito pubblico e di ridurre l'eccessiva ampiezza della spesa pubblica; vi è anche molto scetticismo circa l'efficacia della politica di disavanzo come strumento macroeconomico, alla luce dell'esperienza maturata dagli inizi degli anni settanta. I responsabili delle politiche economiche di alcuni paesi potrebbero inoltre essere riluttanti ad

intraprendere un'autonoma azione di stimolo fiscale nella convinzione che essa si tradurrebbe inevitabilmente in un indebolimento del tasso di cambio, a differenza di quanto avvenuto negli Stati Uniti.

I cambiamenti nella configurazione degli orientamenti di politica fiscale e monetaria tra gli Stati Uniti e il resto del mondo hanno assunto un ruolo centrale nel dibattito di politica economica, in connessione con l'impellente necessità di correggere gli squilibri esterni di parte corrente esistenti nell'economia mondiale. Fino ad oggi i tentativi concreti di correggere in modo ordinato questi squilibri si sono per lo più limitati ad interventi coordinati sui mercati dei cambi e ad un certo cauto allentamento della politica monetaria.

E' necessario agire maggiormente sul fronte fiscale. Sono ormai pochi coloro che negano l'esigenza di ridurre rapidamente e in misura sostanziale il disavanzo di bilancio degli Stati Uniti. Al tempo stesso è importante che le strategie di crescita a medio termine adottate negli altri paesi — le quali pongono l'accento sull'aggiustamento strutturale — manifestino in modo più esplicito la loro efficacia.

La produzione e la domanda

Dopo un aumento di circa il 4,75% nel 1984, la crescita della produzione nell'insieme dei paesi del Gruppo dei Dieci è scesa lo scorso anno al 2,75% circa, ossia ad un tasso pressappoco uguale a quello del 1983.

La flessione del tasso complessivo di crescita è dovuta quasi interamente agli Stati Uniti. In effetti, la crescita statunitense aveva già subito un rallentamento verso la metà del 1984, e da allora è mediamente proceduta ad un ritmo di poco meno del 2,5% all'anno. Di conseguenza, il saggio di crescita sull'anno precedente ha subito un netto calo, scendendo a circa il 2,25%; questo tasso non solo è ben al di sotto di quello del 1984, ma risulta anche inferiore di un intero punto percentuale a quello registrato nel 1983, cioè nel primo anno della ripresa.

Questa decelerazione della crescita ha avuto luogo pur in presenza di un contributo negativo delle esportazioni nette di molto inferiore a quello del 1984 (cfr. la tabella di pagina 11). Per contro, il ciclo delle scorte è entrato in una fase discendente: l'incidenza relativa sul PNL di questa componente presenta una variazione complessiva di circa il 3,75% tra il 1984 e il 1985. Anche la crescita degli investimenti delle imprese ha cominciato a rallentare.

Vi è stata d'altro canto un'accelerazione della spesa pubblica dovuta all'ulteriore potenziamento dell'apparato militare. In aggiunta, la spesa per consumi è stata sostenuta da un calo di circa due punti percentuali nella propensione al risparmio delle famiglie. In particolare, nel terzo trimestre sono fortemente aumentate le vendite di nuove autovetture, per effetto di misure temporanee di incentivazione. Il rovescio della medaglia è tuttavia costituito da un'ulteriore marcata crescita del credito al consumo, un fenomeno che può aver rispecchiato in parte gli "effetti di ricchezza" connessi alla forte ascesa dei corsi azionari.

Negli ambienti ufficiali, ed anche presso gli operatori privati, pare esservi un crescente ottimismo circa le prospettive dell'economia statunitense. Il problema del bilancio è stato infine affrontato con decisione e i tassi di interesse a lungo termine

sono nettamente calati, così come lo sono il dollaro e il prezzo del petrolio. Pertanto, malgrado il netto rallentamento nella crescita del PNL lo scorso anno, da più parti si ritiene che gli Stati Uniti siano entrati in una fase matura del processo di ripresa, senza che ciò sia stato accompagnato dalle consuete spinte inflazionistiche.

Negli altri paesi, e considerando l'anno nel suo insieme, il "cambio di marcia" dell'attività economica non è stato così brusco come negli Stati Uniti. In Giappone, ad esempio, il PNL è aumentato di oltre il 4,5% a fronte del 5% del 1984. Ed anche in Europa, sebbene abbia presentato un certo rallentamento rispetto al 1984, la crescita del prodotto - pari in media al 2,25% - è stata pur sempre superiore a quella del 1983.

In prima analisi tali risultati appaiono sorprendentemente positivi. La ripresa economica statunitense del 1983-84 aveva indotto un enorme incremento delle importazioni dal resto del mondo. Questo incremento era stato ovviamente alimentato anche dalla perdita di competitività degli Stati Uniti derivante dalla prolungata ascesa del dollaro. Lo scorso anno, invece, l'aumento delle importazioni statunitensi si è praticamente arrestato, ed anzi nel primo semestre del 1985 si è avuta addirittura una flessione. E' vero peraltro che lo scorso anno le esportazioni USA hanno ripreso a diminuire, forse per l'effetto ritardato della diminuita competitività. Ciò può aver offerto ad altri paesi l'opportunità di trarre vantaggio da un possibile indebolimento delle quote di mercato delle esportazioni statunitensi. Nondimeno, il saldo commerciale degli Stati Uniti in termini reali si è deteriorato assai meno che nei due anni precedenti, e ciò fa ritenere che si sia fortemente ridotto l'effetto propulsivo esercitato sulla domanda mondiale dalla cosiddetta "locomotiva USA".

La contropartita di questi sviluppi appare nel modo più evidente dall'andamento delle esportazioni del Giappone e del Canada, i cui legami commerciali con gli Stati Uniti sono particolarmente stretti. In Giappone l'aumento delle esportazioni si è ridotto da circa il 17,5% nel 1984 al 6% lo scorso anno, continuando a rallentare nella seconda metà dell'anno. In Canada la decelerazione è stata ancor più spettacolare: da un tasso di quasi il 20% la crescita è scesa al 4,5% lo scorso anno.

Per quanto concerne la domanda di prodotto interno, va notato che sia in Giappone sia in Canada anche la crescita delle importazioni ha subito un forte calo, attenuando così in parte gli effetti del rallentamento dal lato delle esportazioni. In aggiunta, l'espansione della domanda interna ha costituito un importante fattore di sostegno. In Giappone i consumi privati hanno continuato a crescere moderatamente e si è avuta una lieve accelerazione degli investimenti totali, grazie ad una certa ripresa, dopo anni di contrazione, di quelli in abitazioni. Gli investimenti privati (escluse le abitazioni) hanno nuovamente segnato un tasso tendenziale di crescita alquanto sostenuto. In Canada, la crescita degli investimenti privati - sia delle imprese, sia nel settore delle abitazioni - ha comportato un'accelerazione della domanda interna nel 1985, che ha consentito di controbilanciare in parte l'ampia variazione (quasi pari al 2% del PNL) nel contributo delle esportazioni nette alla crescita del prodotto.

Gli andamenti nelle economie europee durante lo scorso anno si presentano meno netti. In parte ciò è dovuto al fatto che gli effetti diretti del rallentamento della

crescita negli Stati Uniti sono stati, come prevedibile, minori e più difficilmente individuabili nei paesi legati da rapporti commerciali meno stretti con questa economia. Oltre a ciò, hanno operato fattori di natura straordinaria. Tra questi, un fattore alquanto generalizzato è costituito dalle avverse condizioni climatiche agli inizi del 1985, che hanno avuto la tendenza a deprimere la produzione in tale periodo, benché successivamente le perdite possano essere state in certa misura recuperate.

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
			privati	pubblici	privati	pubblici	escluse abitazioni				abitazioni
quote e punti percentuali										
Stati Uniti	1982	- 2,5	0,8	0,4 ²	- 0,9	- 0,7		- 0,9	0,2	- 1,5
	1983	3,4	3,0	0,2 ²	- 0,2	1,4		- 0,4	- 1,1	0,6
	1984	6,6	2,9	0,9 ²	2,1	0,6		0,7	- 2,6	2,1
	1985	2,2	2,1	1,2 ²	1,2	0,1		- 0,3	- 0,4	- 1,6
	1985 IV	2,1	1,9	1,5 ²	0,8	0,3		- 0,5	- 0,6	- 1,2
Giappone	1982	3,1	2,4	0,2	0,4	0,0	- 0,1	0,6	- 0,3	- 0,1
	1983	3,3	1,9	0,3	0,4	- 0,3	- 0,1	0,7	0,8	- 0,4
	1984	5,0	1,6	0,2	1,7	- 0,1	- 0,3	3,0	- 1,6	0,5
	1985	4,6	1,5	0,2	2,1	0,2	- 0,6	1,1	- 0,1	0,1
	1985 IV	4,4	1,6	0,2	2,4	0,2	- 0,4	- 0,2	0,5	0,2
Germania	1982	- 1,0	- 0,8	- 0,2	- 0,5	- 0,3	- 0,3	1,0	0,0	0,1
	1983	1,5	0,7	0,1	0,5	0,3	- 0,2	- 0,1	- 0,3	0,5
	1984	3,0	0,4	0,5	0,1	0,1	- 0,0	2,6	- 1,5	0,8
	1985	2,4	0,9	0,4	0,6	- 0,7	- 0,0	2,4	- 1,4	0,1
	1985 IV	2,4	1,4	0,4		0,0 ³		0,7	- 1,2	1,0
Francia	1982	1,8	2,2	0,3	0,1	- 0,2	0,2	- 0,6	- 1,6	1,4
	1983	0,7	0,6	0,2	- 0,4	0,0	- 0,1	1,0	0,2	- 0,8
	1984	1,6	0,5	0,0	- 0,2	- 0,2	0,0	1,6	- 0,6	0,5
	1985	1,2	1,3	0,0	0,0	- 0,1	0,0	0,7	- 1,2	0,4
	1985 IV	1,8	2,0	0,1	0,1	- 0,1	0,0	0,3	- 1,0	0,4
Regno Unito	1982	1,3	0,5	0,2	0,8	0,3	- 0,1	0,3	- 1,2	0,6
	1983	3,6	2,3	0,4	- 0,1	0,2	0,8	0,7	- 1,5	0,8
	1984	1,9	1,1	0,3	1,3	0,1	0,0	2,0	- 2,5	- 0,3
	1985	3,3	1,7	0,1	1,0	0,0	- 0,7	1,7	- 0,8	0,4
	1985 IV	3,3	2,0	0,0	0,4	0,2	- 0,7	0,6	0,2	0,5
Italia	1982	- 0,5	0,3	0,4		- 0,9 ³		0,1	- 0,3	0,0
	1983	- 0,2	- 0,3	0,4		- 0,6 ³		0,8	0,1	- 0,7
	1984	2,8	1,2	0,4		1,0 ³		1,6	- 1,9	0,6
	1985	2,3	1,2	0,4		0,7 ³		2,1	- 2,1	0,0
	1985 IV	2,3	1,5	0,4		- 0,4 ³		2,3	- 1,5	0,1
Canada	1982	- 4,4	- 1,2	0,1	- 1,5	- 0,9	0,1	- 0,4	3,1	- 3,3
	1983	3,3	2,0	0,1	- 2,1	0,9	- 0,1	1,6	- 2,1	2,6
	1984	5,0	2,3	0,5	0,1	- 0,2	0,3	5,1	- 3,8	0,6
	1985	4,5	3,2	0,4	0,7	0,7	0,0	1,3	- 1,9	0,4
	1985 IV	4,9	3,9	0,3	0,9	1,3	- 0,1	0,7	- 2,6	0,9
Totale Gruppo dei Dieci ⁴	1982	- 0,6	0,9	0,3		- 0,8 ³		- 0,2	- 0,1	- 0,7
	1983	2,7	2,0	0,2		0,4 ³		0,3	- 0,6	0,3
	1984	4,8	1,9	0,5		1,7 ³		1,7	- 2,2	1,2
	1985	2,7	1,8	0,7		1,0 ³		0,7	- 0,8	- 0,6
	1985 IV ⁵	2,7	1,9	0,9		1,0 ³		- 0,1	- 0,6	- 0,4

¹ Le cifre per il 1985 sono ancora provvisorie; quelle relative al quarto trimestre si riferiscono a variazioni su quattro trimestri. Per effetto di arrotondamenti e di discrepanze statistiche nei conti nazionali, la somma delle componenti può non coincidere con la crescita del PNL. ² Comprende gli investimenti pubblici. ³ Totale investimenti fissi. ⁴ Medie ponderate sulla base del PNL e tassi di cambio dell'anno precedente. ⁵ Solo i sette paesi maggiori.

Un altro fattore che nel caso della maggiore economia europea, la Germania, ha agito nello stesso senso è stato il comportamento dei consumatori. A causa delle incertezze connesse all'introduzione di provvedimenti anti-inquinamento nel settore automobilistico, molti potenziali clienti paiono aver rimandato gli acquisti alla seconda metà dell'anno. La componente più dinamica della domanda interna, in linea con gli obiettivi delle autorità tedesche, è stata quella degli investimenti delle imprese private. Durante i primi tre trimestri del 1985, il ritmo delle esportazioni tedesche ha continuato ad essere relativamente sostenuto, nonostante il rallentamento economico negli Stati Uniti ed il calo del dollaro. Per l'insieme dell'anno, il saldo commerciale ha esercitato un influsso positivo sulla crescita della domanda. Nel quarto trimestre, tuttavia, è intervenuta un'improvvisa contrazione delle esportazioni, calate di quasi il 2% rispetto al precedente trimestre. Resta da vedere se si tratti di un regresso temporaneo o di un effetto dell'apprezzamento del marco.

In Francia e più in particolare in Italia, le scelte di politica economica hanno continuato ad essere vincolate dalla necessità di ridurre ulteriormente l'inflazione, di proteggere la bilancia dei pagamenti e, relativamente all'Italia, di riportare sotto controllo la finanza pubblica. Alla fine dell'anno era peraltro evidente che la Francia aveva compiuto notevoli progressi nell'allentare questi vincoli, soprattutto in termini di inflazione. In entrambi i paesi, tuttavia, si è avuto un certo rallentamento della crescita, la quale ha tratto comunque sostegno dalla domanda interna piuttosto che dal settore estero.

Nel Regno Unito è proseguita lo scorso anno la moderata, ma durevole ripresa economica. I dati risentono tuttavia degli effetti dello sciopero dei minatori del 1984, che aveva agito nel senso di rallentare la produzione di quell'anno, ma che, dopo la sua conclusione nel marzo 1985, ha anche favorito un certo recupero. D'altra parte, l'attività di investimento delle imprese è risultata alquanto sostenuta. L'annuncio della graduale revoca delle agevolazioni fiscali sugli ammortamenti ha probabilmente stimolato l'attuazione anticipata di progetti di investimento, in modo da usufruire pienamente del sistema in vigore prima della sua abolizione.

Tra le economie minori, lo scorso anno i Paesi Bassi hanno beneficiato di una leggera accelerazione della crescita, trainata soprattutto dagli investimenti delle imprese e dai consumi privati. Per contro, si è avuta una contrazione sia nell'edilizia residenziale privata sia negli investimenti pubblici, ed è diminuito il tasso di crescita delle esportazioni. In Belgio, dove viene annessa priorità assoluta al risanamento del bilancio, l'espansione della domanda interna è decelerata. Tuttavia, poiché il rallentamento della crescita delle esportazioni è stato leggermente minore di quello delle importazioni, il saldo con l'estero ha fornito un lieve contributo positivo al PNL. Ciò nonostante, l'aumento del prodotto è complessivamente sceso dall'1,5% del 1984 a meno dell'1% lo scorso anno.

Nel maggio dello scorso anno le autorità svedesi hanno dovuto fare ricorso a misure volte a frenare l'accelerazione nella crescita della domanda interna che stava determinando un forte aumento delle importazioni. La loro azione si è concentrata sul settore dei consumi, rendendo ad esempio più restrittive le condizioni per gli acquisti rateali di autovetture. Ciò nonostante, per l'insieme dell'anno, la domanda interna ha segnato una crescita del 4,25% circa, alla quale ha contribuito altresì un

forte incremento nell'accumulazione di scorte, mentre il saldo commerciale reale con l'estero si è deteriorato nella misura del 2,5% del PNL e la bilancia delle partite correnti è passata in disavanzo.

Un nuovo tipo di shock petrolifero. Il mondo sta attualmente risentendo degli effetti di un nuovo tipo di *shock* petrolifero, cioè di una forte caduta dei prezzi del petrolio. Questo calo è tanto più notevole in quanto è avvenuto in concomitanza di una fase di deprezzamento del dollaro USA. Per i paesi importatori di petrolio al di fuori degli Stati Uniti il ribasso del greggio è ancor più pronunciato se espresso in termini delle rispettive monete.

Gli effetti di questo sviluppo – sempre che esso si dimostri di natura non transitoria – non saranno necessariamente antitetici rispetto a quelli prodotti dai due precedenti *shocks* petroliferi. Va ricordato che allora la variazione di prezzo del petrolio si trasmise direttamente ai prezzi interni, aggravando l'inflazione e riducendo il potere d'acquisto reale dei redditi interni. Nello stesso tempo, i paesi esportatori di petrolio mostrarono la tendenza, almeno per un certo tempo, a destinare al risparmio gran parte dei maggiori introiti petroliferi. L'effetto globale fu paragonato da molti ad un aumento della tassazione indiretta. Per giunta, specie in occasione della seconda crisi petrolifera, i governi dei paesi industriali importatori di petrolio ritennero che le conseguenze inflazionistiche del rincaro del petrolio dovessero essere fronteggiate con un indirizzo non condiscendente della politica economica. A livello globale, il risultato, in entrambe le occasioni, fu una recessione, che tuttavia non impedì un certo aggravamento dell'inflazione.

Nel caso presente la tendenza sarà certamente nel senso di un ulteriore regresso dell'inflazione e di un aumento dei redditi reali. E' tuttavia difficile giudicare quale sarà la probabile reazione dei responsabili delle politiche economiche nei paesi consumatori. E' ovvio che non vi è alcun incentivo a controbilanciare un ulteriore incipiente calo dell'inflazione in quanto tale. D'altra parte, alcuni governi potrebbero ritenere di avere a disposizione un mezzo relativamente indolore per proseguire nell'azione volta a ridurre gli squilibri di bilancio nel medio periodo. In altri termini, vi potrebbe essere l'incentivo ad aumentare l'imposizione fiscale sul petrolio e sui prodotti derivati, senza alcun aggravio della disoccupazione o dell'inflazione.

Più importante è forse la reazione dei paesi esportatori di petrolio. Molti dei maggiori produttori OPEC detengono tuttora un ingente ammontare di attività finanziarie sull'estero, accumulate con le eccedenze correnti degli anni settanta e dei primi anni ottanta. Tuttavia, con la prospettiva di un ulteriore spostamento verso una posizione di disavanzo esterno per effetto della caduta del prezzo del petrolio, è immaginabile che molti di essi decidano di comprimere le proprie importazioni. In altre parole, essi potrebbero non optare per un "disinvestimento" finanziario. In tal caso, per i paesi industriali lo stimolo proveniente dalla domanda interna verrebbe neutralizzato del tutto o in parte dalla riduzione delle esportazioni verso i paesi produttori di petrolio. L'analogia con gli effetti iniziali prodotti dalle due precedenti forti variazioni dei prezzi del petrolio verrebbe quindi a mancare.

Nondimeno, anche in questa ipotesi è probabile che permanga per i paesi importatori un effetto favorevole sui prezzi interni. Infatti, nella misura in cui fossero rispettati gli obiettivi nominali – in termini di espansione della moneta e/o

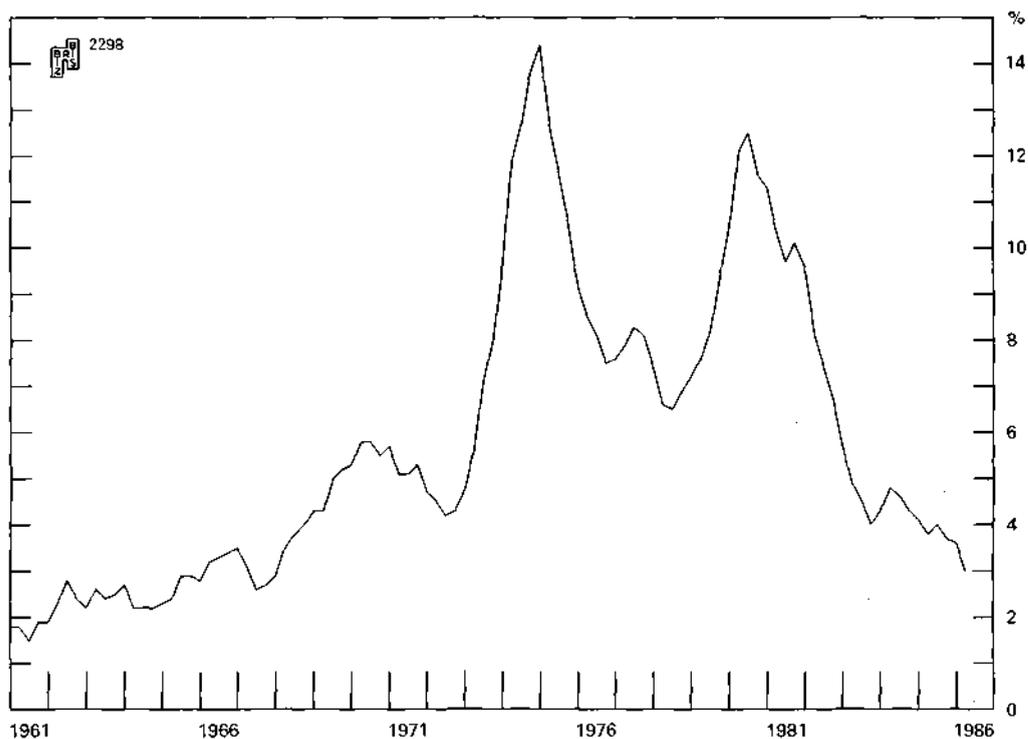
del PNL - ciò implicherebbe una certa compensazione dell'eventuale calo delle esportazioni verso i paesi produttori di petrolio.

Un'analoga considerazione vale, per i paesi al di fuori degli Stati Uniti e del Canada, per il favorevole effetto sui prezzi interni dell'apprezzamento del tasso di cambio. In molti paesi, inoltre, la concomitanza di tassi di interesse calanti, di bassi livelli di inflazione e di mercati azionari esuberanti dovrebbe contribuire a sostenere la spesa per investimenti fissi delle imprese.

L'inflazione

Alla fine del 1985 nei paesi del Gruppo dei Dieci l'aumento dei prezzi al consumo misurato su dodici mesi raggiungeva mediamente il 3,75% circa. Ciò rappresenta un ulteriore miglioramento rispetto al 1984. Nel marzo di quest'anno l'incremento dei prezzi al consumo era ulteriormente calato al 2,25% circa. In media, quindi, l'inflazione è scesa ora al disotto del livello piú basso registrato dalla metà degli anni sessanta. Per alcuni paesi si può addirittura parlare, almeno per il momento, di un ritorno alla stabilità dei prezzi. Il merito di questo risultato va attribuito in buona parte alle politiche disinflazionistiche poste in essere dopo la seconda crisi petrolifera, specie se si considera che prima dello scorso anno molti paesi avevano compiuto progressi nel ridurre l'inflazione pur in presenza di un indebolimento del tasso di cambio.

Inflazione nei paesi del Gruppo dei Dieci; 1961-1986*



*Variazione percentuale media dei prezzi al consumo su quattro trimestri. Pesi proporzionali alla spesa per consumi e tassi di cambio dell'anno precedente.

Variazioni dei prezzi al consumo

Paesi	Variazioni nei dodici mesi terminanti nel dicembre						1986 marzo ¹
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	
	in percentuale						
Stati Uniti	12,4	8,9	3,9	3,8	4,0	3,8	2,3
Giappone	7,5	4,3	1,8	1,8	2,6	1,8	1,1
Germania	5,5	6,8	4,6	2,6	2,0	1,8	0,1
Francia	13,7	13,9	9,7	9,3	6,7	4,7	3,0
Regno Unito	15,1	12,0	5,4	5,3	4,6	5,7	4,2
Italia	21,2	17,8	16,3	12,7	8,8	8,6	7,2
Canada	11,2	12,1	9,3	4,5	3,8	4,4	4,1
Belgio	7,6	8,1	8,1	7,2	5,3	4,0	1,5
Paesi Bassi	6,7	7,2	4,3	3,0	2,8	1,7	0,7
Svezia	14,1	9,2	9,6	9,2	8,2	5,6	4,3
Svizzera	4,4	6,6	5,5	2,1	2,9	3,2	0,9
Paesi del Gruppo dei Dieci ² .	11,2	9,3	5,2	4,5	4,1	3,7	2,3

¹ Variazioni rispetto al marzo 1985. ² Pesi proporzionali alla spesa per consumi e tassi di cambio dell'anno precedente.

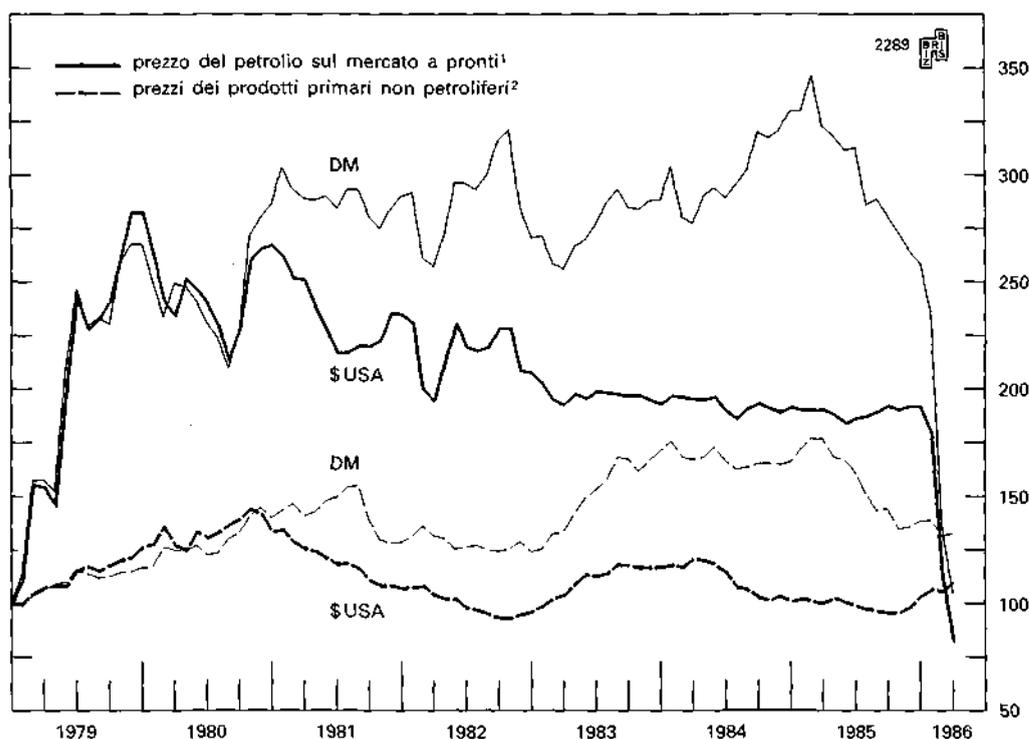
Nel 1985, e ancor più nei primi mesi di quest'anno, fattori esterni hanno altresì influito favorevolmente sull'evoluzione dei prezzi nella maggior parte dei paesi. In pari tempo, la dinamica delle retribuzioni nominali ha avuto tuttavia la tendenza ad accelerare leggermente o, più spesso, a non riflettere il calo intervenuto nella crescita della produttività dal 1983. Di conseguenza, lo scorso anno in molti paesi era rilevabile un peggioramento in termini di costi unitari del lavoro, che sta ad indicare come la componente interna dell'inflazione non fosse del tutto sopita.

I corsi delle materie prime e i prezzi all'importazione. Per la maggior parte dello scorso anno i prezzi delle materie prime non petrolifere hanno avuto la tendenza ad indebolirsi, malgrado la perdita di valore dell'unità monetaria di misura, cioè il dollaro. Di conseguenza, in termini delle altre monete che si sono apprezzate rispetto al dollaro stesso, la caduta dei prezzi delle materie prime è stata ragguardevole. Ad esempio, in termini di marchi tedeschi, nel marzo di quest'anno i corsi dei prodotti primari non petroliferi risultavano calati di circa il 20% rispetto alla punta massima degli inizi del 1985.

La più lenta crescita economica dello scorso anno costituisce certamente uno dei fattori alla base della debolezza dei prezzi. Ma ad esso se ne aggiungono probabilmente altri, tra cui il perdurare di alti tassi di interesse reali che, oltre ad aumentare il costo della detenzione di scorte di materie prime, accresce l'incentivo degli investitori ad acquisire attività finanziarie anziché reali. E' inoltre possibile che taluni paesi esportatori di materie prime pesantemente indebitati siano stati indotti in certa misura a "svendere" i propri prodotti e ad incrementare la produzione nel tentativo di assicurare il regolare servizio del debito. Sempre dal lato dell'offerta, i buoni raccolti di diversi prodotti agricoli di base e le nuove fonti di esportazioni di cereali emerse in Asia hanno agito nel senso di deprimere i prezzi delle derrate alimentari sui mercati mondiali.

Prezzi dei prodotti primari a mercato mondiale: petrolio e materie prime non petrolifere;
1979-1986

Dicembre 1978 = 100



¹ "Saudi Arabian light crude" sul mercato di Rotterdam. I dati per il 1986 sono stimati sulla base dei prezzi di vendita "netback". ²Indice "Economist" espresso in dollari USA.

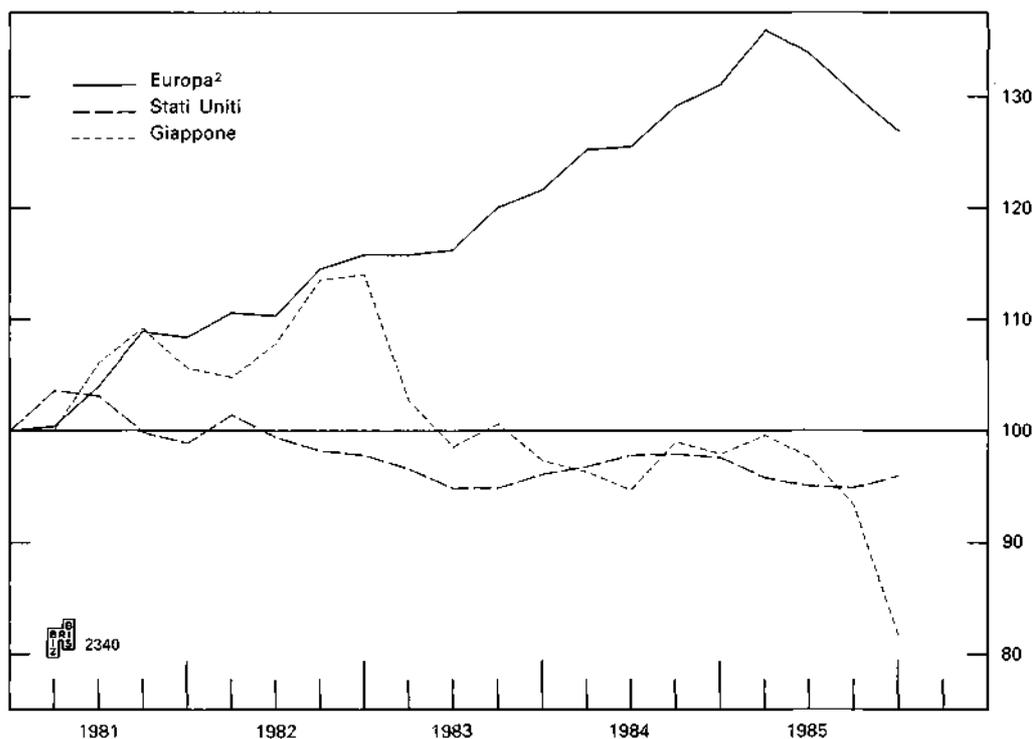
Per l'effetto congiunto di queste tendenze dei prezzi delle materie prime e del deprezzamento del dollaro, lo scorso anno nella maggior parte dei paesi si sono attenuate le spinte esogene sui prezzi. Ciò vale in particolare per l'Europa dove, come si rileva dal grafico, la precedente tendenza ascendente dei prezzi all'importazione ha subito una decisa inversione per la prima volta dal secondo shock petrolifero. Anche in Giappone lo scorso anno si è registrata una forte contrazione.

E' interessante notare come la contropartita di questi sviluppi esterni agli Stati Uniti non si sia ancora manifestata chiaramente in quest'ultimo paese. Come evidenzia il grafico alla pagina seguente, fino al quarto trimestre i prezzi all'importazione degli Stati Uniti non avevano ancora cominciato a salire, e da allora sono aumentati solo moderatamente. Verosimilmente gli esportatori verso gli USA hanno accettato una contrazione dei margini di profitto sulle vendite al mercato americano rispetto ai livelli eccezionalmente alti raggiunti durante il periodo di forte apprezzamento del dollaro.

Le retribuzioni e i costi unitari del lavoro. Lo scorso anno nell'insieme dei paesi del Gruppo dei Dieci gli incrementi salariali nominali non hanno presentato variazioni di rilievo. In altri termini, non vi è stata una chiara tendenza ad un'ulteriore decelerazione della dinamica salariale, nonostante gli elevati livelli di

Prezzi all'importazione; 1981-85¹

Quarto trimestre 1980=100



¹ Valori unitari. ² Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera.

disoccupazione esistenti in molti paesi e il rallentamento tendenziale dell'inflazione dei prezzi al consumo, sottolineato in precedenza.

In diversi paesi europei il problema dell'andamento delle retribuzioni nominali continua ad essere particolarmente indocile. Nel Regno Unito, ad esempio, la dinamica salariale pare divenuta insensibile ad ogni influsso del mercato del lavoro, mantenendosi ad un livello destinato ad essere incompatibile con un andamento soddisfacente dei prezzi nel più lungo periodo. In Germania, una riduzione dell'orario di lavoro ha determinato un'accelerazione dei guadagni orari medi che, sebbene probabilmente di carattere transitorio, è comunque avvenuta in un contesto di alta disoccupazione.

In Francia sono stati compiuti ulteriori progressi nel ridurre gli incrementi retributivi. Il governo ha emanato una "norma salariale" basata sul tasso *programmato* di inflazione, anziché su quello *passato*. In fase di inflazione calante, ciò può costituire un mezzo per far sí che l'inflazione regredisca più rapidamente, ma senza palesi ripercussioni negative sui redditi reali.

Anche in Italia sono migliorate le prospettive di un rallentamento dell'inflazione dei salari allorché nel referendum del giugno 1985 l'elettorato ha votato contro il ripristino dei quattro punti di contingenza tagliati precedentemente nell'ambito del meccanismo della "scala mobile". Inoltre, verso la fine dello scorso anno è stato raggiunto un accordo che modifica il sistema di indicizzazione. Ciò

Costi del lavoro nell'industria¹ e prezzi all'ingrosso

Paesi	Anni	Retribuzioni nominali ²	Produttività ³	Costi unitari del lavoro ⁴	Prezzi all'ingrosso ⁵
		variazioni percentuali, quarto trimestre su quarto trimestre			
Stati Uniti	1983	3,7	3,3	0,3	0,8
	1984	3,7	0,8	3,0	1,6
	1985	3,7	- 0,6	4,3	1,4
Giappone	1983	3,4	9,8	- 5,8	- 3,3
	1984	4,2	8,3	- 3,8	0,5
	1985	3,8	1,3	2,5	- 3,7
Germania	1983	4,0	7,6	- 3,4	0,8
	1984	4,8	4,8	- 0,1	1,3
	1985	5,5	3,2	2,3	- 1,1
Francia	1983	10,7	2,9	7,4	10,1
	1984	6,4	3,6	2,8	7,4
	1985	6,0	2,6	3,3	2,2
Regno Unito	1983	9,7	9,6	0,1	5,6
	1984	8,4	2,9	5,4	6,1
	1985	8,4	3,8	4,5	5,2
Italia	1983	15,2	4,7	10,1	9,1
	1984	10,8	6,1	4,4	8,9
	1985	10,8 ⁶	1,0 ⁶	9,6 ⁶	5,9
Canada	1983	4,8	12,9	- 7,2	3,6
	1984	5,0	7,3	- 2,1	4,2
	1985	4,4	3,3	1,0	2,4
Belgio	1983	8,3	6,1	2,0	9,0
	1984	8,5	2,1	6,2	3,1
	1985	6,7 ⁶	3,3 ⁶	3,3 ⁶	- 2,2
Paesi Bassi	1983	2,7	9,8	- 6,4	2,0
	1984	2,9	4,9	- 2,0	3,9
	1985	1,6	- 1,3	3,0	0,1
Svezia	1983	9,2	9,1	0,1	9,9
	1984	12,3	5,9	6,1	7,8
	1985	7,6	3,4	4,0	3,9
Svizzera	1983	3,1	4,9	- 1,7	0,9
	1984	1,7	2,4	- 0,7	3,3
	1985	3,2	2,3	0,8	0,9
Paesi del Gruppo dei Dieci ⁷	1983	5,4	5,9	- 0,5	2,0
	1984	4,9	3,5	1,5	2,7
	1985	4,7	0,9	3,8	0,8

¹ Per Stati Uniti e Francia, settore delle imprese (non agricole); per gli altri paesi, industria in senso lato oppure industria manifatturiera. ² Per Stati Uniti, Italia, Belgio e Svezia, costi del lavoro complessivi; per gli altri paesi, remunerazioni o guadagni di fatto. ³ Per Giappone, Regno Unito, Italia, Canada, Paesi Bassi e Svizzera, produzione per addetto; per gli altri paesi, produzione oraria. ⁴ Calcolati sulla base delle retribuzioni nominali e della produttività. ⁵ Per Stati Uniti, Francia, Regno Unito, Paesi Bassi e Svezia, prezzi alla produzione; per gli altri paesi, indice generale dei prezzi all'ingrosso. ⁶ Terzo trimestre. ⁷ Pesi proporzionali al PIL e tassi di cambio dell'anno precedente.

nonostante, il tasso di incremento delle retribuzioni nominali continua ad essere alto in rapporto alle esigenze della stabilità dei prezzi.

Esso permane elevato anche in Svezia, dove agli inizi dell'anno il governo si è intensamente adoperato per indurre ad un accordo le parti sociali, nell'intento di far regredire al 5% gli incrementi salariali e al 3% l'inflazione generale.

Lo scorso anno in Belgio l'azione del governo tesa a porre vincoli stringenti alla progressione dei salari pare aver cominciato a dare i primi risultati positivi; ulteriori provvedimenti in tal senso sono stati introdotti all'inizio di quest'anno.

Se in Europa la dinamica salariale non è ancora del tutto soddisfacente, indicazioni più confortanti paiono provenire d'oltre Atlantico, ed in particolare dagli Stati Uniti, dove lo scorso anno la crescita delle retribuzioni è ridiscesa al livello del 1983. Questo risultato va visto nel contesto di una ripresa economica durevole — una fase ciclica durante la quale l'inflazione ha avuto generalmente la tendenza ad accelerare.

Vi sono chiare indicazioni che negli Stati Uniti il grado di flessibilità dei salari è maggiore che in altri paesi. Ad esempio, in taluni casi sono state accettate vere e proprie riduzioni dei salari in contropartita della salvaguardia dei posti di lavoro. Nondimeno, in presenza di un certo calo della produttività lo scorso anno (cfr. tabella di pagina 18) negli Stati Uniti i costi unitari del lavoro sono tornati ad aumentare moderatamente. In effetti, la tabella mostra che nella maggior parte dei paesi l'andamento congiunto della produttività e delle retribuzioni nominali ha comportato un'accelerazione dei costi unitari del lavoro.

Per quanto concerne l'inflazione generale, il recente calo dei prezzi del petrolio comporterà verosimilmente un'ulteriore decelerazione nella prima parte di quest'anno. Tuttavia, in una prospettiva di più lungo periodo, la recente dinamica delle retribuzioni e dei costi unitari del lavoro — considerata nel contesto di una disoccupazione elevata — non è del tutto rassicurante. Poiché il costo del lavoro rappresenta la componente di gran lunga più importante dei costi complessivi, ciò sottolinea la necessità di un'ulteriore e, in molti casi ancor più decisa, moderazione delle retribuzioni nominali. Il favorevole andamento dei prezzi esterni costituisce per molti paesi un contesto eccezionalmente propizio per l'adozione di iniziative in questo campo. E' questo il momento di sfruttare una simile opportunità.

I mercati del lavoro nel contesto dell'attuale ripresa

Il contrasto tra l'esperienza dell'Europa e quelle dell'America del Nord e del Giappone. Un aspetto saliente degli sviluppi sul mercato del lavoro nel corso dell'attuale ripresa è il contrasto tra l'Europa, da un lato, e l'America del Nord e il Giappone, dall'altro. Come mostra la tabella seguente, lo scorso anno negli Stati Uniti la rapida crescita del numero di occupati ha fatto scendere il tasso di disoccupazione al 7,2%, ossia al livello più basso degli ultimi cinque anni. Per giunta, la quota degli occupati sulla popolazione in età lavorativa ha raggiunto un massimo storico, il quale riflette anche lo spostamento verso le classi centrali di età della generazione del *boom* delle nascite. Per contro, in Europa lo scorso anno la disoccupazione ha continuato a salire, in quanto l'aumento dell'occupazione è stato inferiore a quello delle forze di lavoro. Rispetto alla fine degli anni sessanta e agli inizi degli anni settanta, la quota degli occupati sulla popolazione in età lavorativa è ora inferiore di circa 7 punti percentuali. Inoltre, il calo del tasso di partecipazione riflette probabilmente fattori demografici, nonché un certo "effetto di scoraggiamento" causato dalle sfavorevoli opportunità di lavoro. L'esperienza del Giappone si colloca in una posizione intermedia rispetto a quelle dell'Europa e dell'America del Nord. Dal 1975 l'occupazione ha continuato ad aumentare, ma ad un ritmo che appare modesto se raffrontato alle tendenze precedenti ed a quella dell'America del Nord. Nondimeno il tasso di disoccupazione, pur restando molto basso rispetto ai valori degli altri paesi, alla fine del 1985 aveva raggiunto il livello

eccezionalmente elevato del 2,9%, per poi riprendere a calare nei primi mesi di quest'anno.

I cambiamenti nella composizione delle forze di lavoro occupate. Un ulteriore contrasto, di portata internazionale, nelle recenti tendenze sul mercato del lavoro è quello tra il settore dell'industria e quello dei servizi. Nella maggior parte dei paesi l'incremento dell'occupazione nell'industria è stato basso o negativo, mentre nel settore terziario l'espansione è stata notevole. Nonostante il fatto che il ristagno dell'attività produttiva abbia anche influito sulla domanda di servizi e le politiche di bilancio restrittive abbiano frenato l'occupazione nell'amministrazione pubblica, il settore terziario ha continuato ad espandersi, raggiungendo nel 1985 una quota sull'occupazione totale che nella maggior parte dei paesi superava di quasi 6 punti percentuali quella di dieci anni prima. Particolarmente rapido è stato lo sviluppo dei servizi finanziari e commerciali, che in alcuni paesi concorrono ora quasi per il 10% al totale dell'occupazione. Questa espansione è prevalentemente attribuibile all'aumento degli occupati nei servizi commerciali, che in parte riflette il trasferimento di attività dalle imprese industriali ad altre unità, consociate oppure indipendenti, specializzate nella produzione di servizi. Per contro, nel comparto dei servizi finanziari negli ultimi cinque anni si è avuta una più lenta crescita dell'occupazione, in seguito all'introduzione nelle banche di nuove attrezzature comportanti risparmi di manodopera.

Data l'eterogeneità del settore terziario, è difficile individuare una caratterizzazione generale del processo di creazione dei posti di lavoro. Inoltre, per una serie di ragioni, le implicazioni sul piano macroeconomico possono essere valutate solo in prima approssimazione. Anzitutto, essendo l'industria più sensibile alle oscillazioni congiunturali di quanto lo siano i servizi, durante una recessione la

Indicatori del mercato del lavoro: Stati Uniti, Giappone ed Europa¹

Paesi e periodi	Tasso di disoccupazione	Tasso di partecipazione	Occupati in rapporto alla popolazione in età lavorativa	Retribuzione per occupato dipendente	Costi reali del lavoro ²	Prodotto per occupato	Occupazione
	quote percentuali			variazione media annua in percentuale			
Stati Uniti							
1965-73	4,5	66,5	63,6	6,3	1,3	1,2	2,3
1974-79	6,8	69,9	65,3	7,8	- 0,2	0,0	2,5
1980-85	8,1	72,8	67,0	6,5	0,4	0,5	1,4
1984	7,5	73,4	67,9	4,7	0,6	2,4	4,1
1985	7,2	73,9	68,7	3,7	0,3	0,2	2,1
Giappone							
1965-73	1,2	71,9	71,0	14,7	7,6	7,9	1,3
1974-79	1,9	71,0	69,6	12,5	4,1	2,9	0,7
1980-85	2,4	72,4	70,6	4,5	2,4	3,1	1,0
1984	2,7	72,7	70,7	3,9	2,6	4,4	0,6
1985	2,6	72,5	70,6	3,8	2,1	3,8	0,7
OCSE Europa							
1965-73	3,2	67,6	65,3	10,0	4,4	4,2	0,3
1974-79	5,4	66,9	63,3	12,5	2,3	2,1	0,3
1980-85	9,5	65,8	59,6	9,7	0,3	1,5	- 0,2
1984	11,0	65,2	58,0	7,7	- 0,3	2,1	0,1
1985	11,2	65,3	57,9	6,7	- 0,4	2,0	0,3

¹ I dati per il 1985 sono provvisori. ² Retribuzione per occupato dipendente corretta per il deflatore del PNL.
 Fonti: OCSE, "Labour Force Statistics" e "National Accounts".

quota degli occupati nell'industria tende a diminuire. In secondo luogo, poiché il terziario è caratterizzato da una bassa intensità di capitale e da un'elevata e crescente quota di addetti a orario parziale, la produttività del lavoro è inferiore a quella nell'industria. Di conseguenza, lo spostamento dell'occupazione verso il settore dei servizi ha avuto la tendenza a ridurre l'incremento della produttività a livello aggregato e quindi i margini per una crescita non inflazionistica delle retribuzioni reali. In terzo luogo, il processo di "deindustrializzazione" che alcune economie sviluppate paiono attraversare è molto meno pronunciato se si assumono a parametro i dati di tendenza della produzione oppure le quote di valore aggiunto, anziché la proporzione relativa degli occupati.

Queste componenti congiunturali e strutturali appaiono evidenti allorché si raffrontano le variazioni recenti nei livelli di produzione e di occupazione. Ad esempio, su 11 milioni di posti di lavoro (escluso il settore agricolo) creati negli Stati Uniti dalla fine del 1982, solo il 20% ha riguardato l'industria. Inoltre, nel settore manifatturiero, maggiormente esposto agli effetti dell'apprezzamento del dollaro, l'occupazione ha continuato a flettersi fin verso la fine dello scorso anno, e a quell'epoca risultava inferiore di circa 8 punti percentuali alla punta massima del 1979. D'altra parte, la produzione nell'industria manifatturiera si è mantenuta a livelli sorprendentemente sostenuti, sia in rapporto al PIL sia rispetto alle tendenze precedenti. Anche in Giappone la crescita della produzione nel settore della trasformazione industriale è stata più vigorosa di quanto indichino i dati sull'occupazione. Viceversa in Germania, e particolarmente nel Regno Unito, gli indicatori sia della produzione sia dell'occupazione segnalano un indebolimento del settore manifatturiero, al quale hanno peraltro contribuito anche sfavorevoli fattori congiunturali. Tuttavia, alla luce dell'apprezzamento reale del dollaro e dei connessi guadagni di competitività internazionale delle imprese europee, la lenta crescita della produzione e dell'occupazione nell'industria manifatturiera è indizio di una debolezza più fondamentale.

Le rigidità, le retribuzioni reali e la capacità produttiva. La maggior parte delle analisi sulle recenti tendenze dei mercati del lavoro si è naturalmente concentrata sulle cause della insoddisfacente evoluzione in Europa. Oltre alla lenta crescita della domanda e del prodotto in termini reali, sono state proposte tre spiegazioni principali: una mancanza di flessibilità dei mercati del lavoro e dei beni, che impedisce l'aggiustamento della struttura dei salari e dell'occupazione; i crescenti costi salariali reali in rapporto alla produttività del lavoro e la conseguente riduzione della quota dei profitti e della redditività; i cambiamenti nel volume e nella composizione dello *stock* di capitale.

Le rigidità del mercato del lavoro. Un'esatta valutazione delle inelasticità del mercato del lavoro e dei loro effetti sulla crescita dell'occupazione in Europa è resa difficile dalla scarsità di indicazioni quantitative. Inoltre, l'esigenza di flessibilità dei mercati del lavoro dipende dalla misura in cui altri mercati, segnatamente quelli dei beni, sono soggetti a forti oscillazioni nei livelli di produzione e nei prezzi relativi. Tra le varie fonti di rigidità, vengono citati con maggior frequenza i provvedimenti o i sistemi istituzionali che impediscono l'aggiustamento delle retribuzioni reali e delle strutture salariali alle variazioni nella domanda e nell'offerta (salari minimi contrattuali, indicizzazione ed elevate indennità di disoccupazione), accrescono i costi complessivi del lavoro in rapporto alle retribuzioni (oneri sociali, costi di

Profilo dell'occupazione nel settore dei servizi: alcuni indicatori

Paesi	Servizi complessivi					In rapporto al settore manifatturiero ¹ 1983
	Occupazione			Valore aggiunto reale per addetto		
	Variazione percentuale		Quota percentuale sul totale degli occupati 1985	Variazione percentuale		
1975-79	1980-85	1975-79		1980-83		
Stati Uniti	3,5	2,3	68,8	1,6	0,2	74,4
Giappone	2,4	1,7	56,3	2,3	2,1	69,6
Germania	1,4	0,8	53,4	3,7	1,0 ²	80,5 ³
Francia	2,2	1,2	59,3	2,5	0,7	72,6
Regno Unito	1,2	1,1	65,1	2,0	1,5	70,1
Italia	2,7	2,8	55,2	1,2	- 0,6	72,8
Canada	3,2	2,4	69,3	1,6	- 0,6	62,1
Belgio	2,1	0,5 ⁴	66,1 ⁵	1,1	0,8	60,1
Paesi Bassi	2,1	2,5 ⁴	67,2 ⁵	2,6 ⁶	- 1,9	81,4
Svezia	2,7	1,4	65,3	- 1,1	- 0,4	51,5
Svizzera	0,7	1,0	55,8	.	.	.
Paesi del Gruppo dei Dieci ⁷	2,7	1,9	63,6	2,0	0,6	72,5

Paesi	Servizi finanziari e commerciali			Amministrazione pubblica		
	Occupazione					
	Variazione percentuale		Quota percentuale sul totale degli occupati 1983	Variazione percentuale		Quota percentuale sul totale degli occupati 1983
1975-79	1980-83	1975-79		1980-83		
Stati Uniti	6,1	4,5	9,7	1,2	0,4	16,5
Giappone . . . . .	.	4,2	6,4	1,4	0,9	6,5
Germania	1,9	2,4	6,4	1,8	1,0	15,9
Francia . . . . .	.	2,5 ⁸	7,4 ³	1,2	1,6	19,2
Regno Unito	2,4	3,5	8,7	0,8	- 0,6	22,1
Italia . . . . .	.	7,2 ⁶	3,1 ³	2,6	1,1	15,6
Canada	5,7	2,8	9,7	1,0	2,3 ²	.
Belgio	2,7	1,8	7,4	3,9	1,0 ²	19,5 ³
Paesi Bassi	4,9	2,4	9,4	2,8	0,9	16,1
Svezia	5,7	3,2	7,2	4,6	2,1	32,3
Svizzera	1,0	3,2	9,0	1,6	1,3 ²	.
Paesi del Gruppo dei Dieci ⁷	4,9	4,0	8,3	1,4	0,7	16,9

¹ Valore aggiunto (ai prezzi del 1983) per addetto nel settore dei servizi in percentuale del valore aggiunto per addetto nel settore manifatturiero; per l'Italia, settore industriale. ² 1980-82. ³ 1982. ⁴ 1980-83. ⁵ 1983. ⁶ 1977-79.

⁷ Media ponderata in base all'occupazione nel settore dei servizi nel 1982. ⁸ 1976-1982.

Fonti: OCSE, "National Accounts", vol. II; "Labour Force Statistics" e "Employment Outlook".

formazione professionale e indennità di licenziamento) e tendono a segmentare il mercato del lavoro ed a precludere l'azione delle forze competitive. Diversi paesi hanno tuttavia preso iniziative tese a rendere più flessibili i mercati del lavoro. Ad esempio, i sistemi di indicizzazione dei salari sono stati modificati (Italia, Belgio e Francia) o abrogati (Danimarca); sono stati agevolati i contratti di impiego a tempo

determinato (Francia e Germania); sono state ridotte le indennità di disoccupazione in rapporto alle retribuzioni medie (Danimarca e Regno Unito); sono stati abbassati i contributi previdenziali in generale o per particolari categorie di lavoratori (Francia, Danimarca, Belgio e Regno Unito); sono stati incentivati gli impieghi a tempo parziale e il pensionamento anticipato (Paesi Bassi, Belgio e Germania). Sono state inoltre prese iniziative per ridurre il potere contrattuale delle organizzazioni sindacali (Regno Unito).

Un'ulteriore indicazione dell'accresciuta flessibilità dei mercati del lavoro è il rapidissimo aumento del numero degli occupati a tempo parziale. La crescita è stata particolarmente forte in Belgio e nei Paesi Bassi, di riflesso non solo a misure congiunturali tendenti a favorire una riduzione della settimana lavorativa, ma anche all'evoluzione della domanda e dell'offerta. In alcuni paesi europei (Norvegia, Svezia e Paesi Bassi), il numero dei lavoratori a tempo parziale ha raggiunto o superato il 25% delle forze di lavoro occupate, con percentuali anche superiori per la manodopera femminile e nel settore dei servizi. Per contro, la quota degli occupati a tempo parziale continua ad essere relativamente bassa in Germania e in Francia (nonostante i provvedimenti tesi a favorire tale forma di impiego) ed è aumentata solo in misura modesta nei paesi in cui l'occupazione complessiva è cresciuta rapidamente (Giappone e America del Nord).

Le retribuzioni reali e l'occupazione. Passando a considerare la relazione tra salari reali e occupazione, il grafico a pagina 24 fa supporre che, dopo il primo *shock* petrolifero, la crescita eccessiva delle retribuzioni reali e il conseguente aumento della quota del fattore lavoro sul reddito nazionale abbiano contribuito ad accrescere la disoccupazione in Europa. Da allora, tuttavia, il prevalere di condizioni di debolezza sui mercati del lavoro è stato accompagnato da una moderazione delle retribuzioni reali e da un marcato recupero della quota dei profitti lordi. Di conseguenza, non si può attribuire soltanto alla rigidità dei salari reali il persistere della disoccupazione in Europa. Possono avervi contribuito anche la debole crescita

Occupazione, disoccupazione e retribuzioni reali in alcuni paesi europei

Paesi	1965-73			1974-79			1980-85 ¹			1984			1985 ¹		
	OC	D	RR	OC	D	RR	OC	D	RR	OC	D	RR	OC	D	RR
Germania . . .	0,0	1,2	4,6	-0,6	4,1	2,6	-0,3	7,5	1,0	0,1	9,1	1,5	0,7	9,3	0,9
Francia	0,8	1,3	4,3	0,4	4,4	3,8	-0,5	8,7	1,2	-1,0	9,9	0,7	-0,4	10,3	0,2
Regno Unito . .	0,0	2,3	3,2	0,2	4,4	1,2	-0,8	10,6	1,8	1,5	12,4	0,9	0,8	12,9	1,9
Italia	-0,2	5,7	5,7	1,0	6,6	2,0	0,4	9,3	1,1	0,4	10,4	1,0	0,5	10,6	0,8
Belgio	0,7	2,4	4,8	0,0	6,3	3,7	-0,7	12,3	1,5	0,0	14,1	1,0	0,3	13,3	0,1
Danimarca . . .	1,1	1,1	2,3	0,4	5,3	1,6	0,3	9,0	0,0	2,4	9,8	-0,6	2,4	9,1	-0,3
Paesi Bassi . . .	0,5	1,7	5,1	0,5	4,9	2,5	-0,9	13,7	-0,7	-0,5	17,2	-2,0	0,8	15,6	-0,8
Spagna	0,9	1,8	5,8 ²	-1,2	5,8	3,5	-1,9	17,4	1,2	-3,9	21,2	-0,9	0,4	21,5	-0,3
Svezia	0,6	2,0	2,3	1,2	2,0	2,1	0,4	2,8	-0,7	0,7	3,1	0,5	1,0	2,8	-0,3
Svizzera	0,8	0,0	3,7	-1,3	0,4	2,0	0,3	0,6	1,7	-0,2	1,2	1,3	0,9	1,0	2,3
CEE	0,2	2,2	4,4	0,2	4,6	2,5	-0,3	9,2	1,2	0,3	10,9	1,0	0,4	11,2	0,8

Nota: OC = Occupazione complessiva, variazione media percentuale annua; D = Tasso di disoccupazione, definizioni nazionali; RR = Retribuzione per dipendente corretta con il deflatore del PIL; variazione media annua in percentuale.

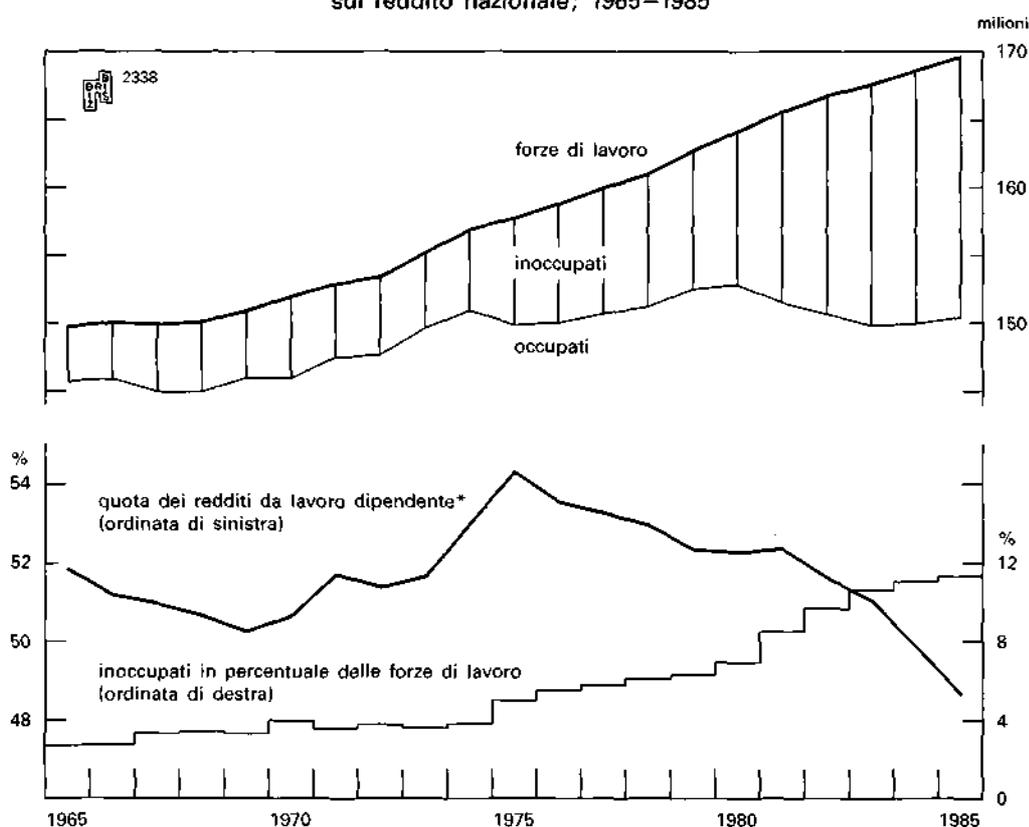
¹ Dati provvisori. ² 1970-73.

Fonti: OCSE, "National Accounts" e "Labour Force Statistics"; CEE, "European Economy".

reale del prodotto rispetto ai cicli precedenti, nonché i vincoli in termini di capacità produttiva che saranno trattati più avanti.

In Europa la moderazione delle retribuzioni reali ha generalmente avuto luogo in presenza di una decelerazione nella crescita delle retribuzioni nominali e dei prezzi, anche se il grado di moderazione è stato assai diverso da paese a paese. Come si rileva dalla tabella di pagina 23, nell'ambito dei paesi europei, i Paesi Bassi e la Svezia hanno registrato il più forte calo dei salari reali nel periodo 1980-85 e in Danimarca si è avuta una stabilità delle retribuzioni reali. In Germania la quota corretta dei redditi da lavoro è ora scesa al disotto del livello degli inizi degli anni sessanta; lo stesso vale per la Francia, anche se in questo caso tassi addirittura inferiori sono stati registrati nei primi anni settanta. Per contro, nel Regno Unito il tasso di incremento delle retribuzioni reali e nominali, come menzionato in precedenza, è stato in ampia misura insensibile agli eccezionali livelli della disoccupazione. Anche in Italia la crescita delle retribuzioni nominali si è mantenuta su valori relativamente elevati e, fino ad epoca recente, l'aumento dei salari reali ha superato quello della produttività. In Giappone i livelli correnti di crescita delle retribuzioni reali sono nettamente inferiori a quelli precedenti ma, contrariamente all'Europa, la quota dei redditi da lavoro è rimasta elevata. Infine, negli Stati Uniti

Paesi europei dell'OCSE: disoccupazione e quota dei redditi da lavoro sul reddito nazionale; 1965-1985



*Corretta per le variazioni nel numero degli occupati in rapporto al totale dell'occupazione.
 Fonti: OCSE, "Labour Force Statistics" e "National Accounts".

i salari reali si sono adeguati in modo flessibile alle due crisi petrolifere, e il recente miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro non pare aver avviato un processo di recupero rispetto alle precedenti concessioni in termini di salari nominali e reali.

La capacità produttiva e la disoccupazione. Nonostante gli spostamenti nella struttura della domanda aggregata e dell'occupazione verso settori a minore intensità di capitale, va crescendo il timore, specie in Europa, che l'insufficiente potenziamento della capacità produttiva abbia ristretto i margini per una riduzione sostanziale della disoccupazione. Come si può vedere dalla tabella che segue, la quota degli investimenti fissi lordi sul PIL ha mostrato un andamento calante, che appare ancora più accentuato nel caso degli investimenti netti. La natura e le cause della crescente incidenza degli ammortamenti (ossia della differenza tra investimenti lordi e netti) non sono ben chiare. In parte ciò potrebbe derivare da modifiche dei procedimenti statistici impiegati nel calcolo degli ammortamenti stessi. Negli Stati Uniti pare esservi stato uno spostamento nella composizione degli investimenti a favore di macchinari ed impianti, il quale tende a ridurre la durata media del capitale investito e quindi ad accrescere la quota di ammortamento. In Europa il fenomeno viene spesso attribuito agli investimenti di razionalizzazione con i quali le imprese cercano di ridurre i costi del lavoro adottando tecnologie a più elevata intensità di capitale. Gli indicatori della redditività paiono convalidare questa ipotesi. In presenza di un aumento del rapporto capitale/lavoro è lecito attendersi che i tassi di redditività del capitale e la produttività marginale degli investimenti diminuiscano o crescano meno rapidamente. Quali che siano le cause della lenta crescita nell'accumulazione di capitale, i dati sull'utilizzo della capacità produttiva, riportati nell'ultima colonna della tabella, sono motivo di

Indicatori della capacità produttiva

Paesi	Quota percentuale degli investimenti fissi sul PIL						Tassi di redditività nell'industria manifatturiera, in percentuale ¹			Tassi di utilizzo della capacità, quarto trimestre 1985 in percentuale sul livello massimo nel 1973-75
	Investimenti lordi			Investimenti netti			1965-69	1975	1985 ²	
	1960	1973	1984	1960	1973	1984				
Stati Uniti	17,9	19,1	18,0	7,1	8,5	5,0	23,6	15,4	17,6	91,7
Giappone	29,5	36,4	28,0	18,6	22,8	14,0	36,7	18,5	24,0	91,9
Germania	24,3	23,9	20,2	16,5	13,6	7,6	19,3	13,7	16,0	97,5
Francia	20,1	23,8	18,9	10,1	14,2	6,8	16,3	13,1	13,0	95,0
Regno Unito	16,4	20,1	17,3	8,0	10,1	5,3	11,3	5,5	7,8	95,6
Italia	22,6	20,8	17,9	14,4	12,4	7,8	17,8	11,8	15,6	93,7
Canada	21,9	22,4	18,1	9,7	11,7	6,2	14,5	13,1	10,2	88,4
Belgio	19,3	21,4	16,1	9,2	12,2	6,5	17,1 ³	9,5	15,5	94,1
Paesi Bassi	24,1	23,1	18,4	15,1	14,8	7,9	11,6 ⁴	8,7	9,3 ⁵	97,7
Svezia	22,7	21,9	18,3	12,4	12,2	6,6	11,4	9,7	9,4	99,1 ⁶
Svizzera	24,8	29,4	23,3	14,2	17,7	13,2	.	.	.	95,7
CEE	21,8	23,0	18,7	13,3	13,3	7,2	10,8 ⁴	7,3	6,6 ⁵	95,1 ⁷

¹ Risultato lordo di gestione in percentuale dello stock di capitale lordo. Le cifre relative ai Paesi Bassi ed all'insieme della CEE si riferiscono al settore delle imprese, esclusa l'edilizia residenziale. ² Dati provvisori. ³ 1970. ⁴ 1960-1973. ⁵ 1984. ⁶ La serie statistica inizia solo nel 1980. ⁷ Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Regno Unito.

Fonti: OCSE, "Economic Outlook" e "National Accounts"; CEE, "Annual Economic Review" e statistiche nazionali.

preoccupazione: nonostante il ritmo relativamente lento della ripresa economica in Europa, vi è il pericolo che il massimo utilizzo della capacità produttiva venga raggiunto molto prima che sia stato assorbito l'eccesso di offerta di lavoro.

D'altro canto, l'andamento di altri indicatori e l'esempio offerto da alcuni paesi non giustificano una visione eccessivamente pessimistica del problema della capacità produttiva. In primo luogo, con l'estromissione dal circolo produttivo delle imprese inefficienti e con la crescita del capitale investito per addetto, è da attendersi un aumento del tasso medio di incremento della produttività del lavoro. A causa di influssi congiunturali nonché dello spostamento a favore delle attività terziarie e del lavoro a tempo parziale, le variazioni della produttività vanno interpretate con cautela. Nondimeno colpisce il fatto che in Europa, con l'eccezione del Regno Unito, la crescita della produttività ha avuto la tendenza a diminuire, e nell'attuale fase espansiva ha raggiunto un tasso pari soltanto alla metà di quello registrato in cicli precedenti. In secondo luogo, la concomitanza di alti tassi di interesse reali e della moderazione delle retribuzioni reali e nominali ha modificato i prezzi relativi dei fattori a favore del lavoro, incoraggiando metodi di produzione a maggiore contenuto di manodopera e un utilizzo intensivo della capacità esistente. Infine, l'esempio di un paese industriale, la Danimarca, indica che in condizioni appropriate, l'occupazione può aumentare rapidamente nonostante le temute carenze di capacità produttiva. Grazie al forte calo dei tassi di interesse, al mercato rallentamento nella progressione delle retribuzioni reali e nominali e ad un migliorato clima di fiducia nel settore delle imprese, gli investimenti fissi lordi sono aumentati di quasi il 40% tra il 1981 e il 1985, portando la quota degli investimenti fissi sul PIL da un minimo assoluto del 15,5 al 19,5%. Anche se il loro livello è ancora inferiore a quello del 1979, solo l'8% delle imprese industriali segnalava strozzature in termini di capacità produttiva alla fine del 1985. Inoltre, favorita dalla più moderata dinamica salariale, sia nel 1984 che nel 1985 l'occupazione complessiva ha segnato un aumento di oltre il 2%, interamente dovuto al settore privato.

Sintesi. Il generale rallentamento dell'inflazione dei salari e lo spostamento avutosi in Europa nella distribuzione dei redditi dei fattori a favore dei profitti costituiscono segnali incoraggianti per l'occupazione. Ciò vale soprattutto per il secondo aspetto, in quanto in diversi paesi la quota dei profitti mostra un profilo contrario a quello prociclico avutosi in epoche precedenti. Numerose questioni restano tuttavia aperte, allorché si tenti di valutare le prospettive del mercato del lavoro. Anzitutto è dubbio se il rallentamento nella progressione salariale rifletta un cambiamento di fondo, oppure sia destinato a subire un'inversione non appena l'occupazione tornerà ad aumentare. In secondo luogo, benché il miglioramento della quota dei profitti sul reddito abbia eliminato un importante ostacolo ad una crescita più rapida dell'occupazione, resta da vedere se le capacità produttive esistenti in Europa siano in grado di alimentare un consistente incremento dell'occupazione. In terzo luogo, non è possibile valutare con precisione gli attuali tassi tendenziali di crescita del prodotto e della produttività, e ciò rende altresì incerto il margine disponibile per incrementi non inflazionistici delle retribuzioni reali. Pare tuttavia che questi tassi tendenziali siano ora più bassi che in passato. Per giunta, la crescita della produttività del lavoro potrebbe rallentare ulteriormente qualora l'intensità del lavoro nel processo produttivo dovesse aumentare in conseguenza delle recenti variazioni nei prezzi relativi dei fattori.

La politica fiscale: sviluppi e problemi

Nel 1985 uno dei piú significativi sviluppi sul piano della politica fiscale è costituito dalla svolta intervenuta negli Stati Uniti nel modo di affrontare il disavanzo di bilancio. Nei primi mesi dello scorso anno era divenuto evidente che, in assenza di decisi cambiamenti negli strumenti della politica fiscale, si prospettava il perdurare di ampi deficit dell'Amministrazione federale, almeno sino alla fine del decennio.

E' stata pertanto avanzata una nuova proposta per la riforma dell'intera procedura di formazione del bilancio. Un elemento importante del nuovo approccio – il piano Gramm-Rudman-Hollings – è consistito nel fissare un limite imperativo del disavanzo per ciascun esercizio finanziario fino al 1991, anno in cui il deficit verrebbe eliminato. Di pari importanza è stato il fatto che tali limiti tassativi sarebbero stati affiancati da procedure automatiche per il taglio di determinate categorie di spesa, fra cui la difesa, qualora le proiezioni dell' "Office of Management and Budget" e del "Congressional Budget Office" avessero indicato un superamento del disavanzo programmato nell'anno susseguente. Tale procedura avrebbe potuto essere scavalcata soltanto in caso di recessione economica o di conflitto armato.

Nonostante i dubbi circa la costituzionalità di alcune disposizioni di quella che è diventata la legge Gramm-Rudman-Hollings, le ultime proposte di bilancio del Presidente per l'anno fiscale 1987 si conformano rigorosamente ai limiti tassativi di disavanzo. Tuttavia, evitando qualsiasi aumento di imposta, riducendo soltanto in misura modesta le spese militari e concentrando così i tagli di spesa in un'area relativamente ristretta delle uscite di bilancio, tali proposte stanno incontrando una considerevole resistenza in seno al Congresso.

Al di fuori degli Stati Uniti è in corso da tempo un processo di riequilibrio delle finanze pubbliche, in special modo nelle due economie maggiori, Giappone e Germania. Nondimeno, nell'ottobre dello scorso anno – a seguito della riunione del Gruppo dei Cinque del mese precedente – e nuovamente all'inizio di quest'anno, in Giappone è stato deciso un temporaneo aumento delle uscite di bilancio per fornire un impulso a breve termine alla spesa in opere pubbliche e per incoraggiare l'edilizia privata. Ciò nonostante, come mostra la tabella alla pagina seguente, si stima che nel 1985 il disavanzo delle amministrazioni pubbliche in Giappone si sia ulteriormente contratto, scendendo a circa l'1,25% del PNL. E nel progetto di bilancio per il 1986-87, pubblicato in dicembre, è prospettato per il corrente esercizio un calo ulteriore.

Anche in Germania sono stati compiuti ulteriori progressi nel ridurre il disavanzo di bilancio. L'obiettivo a medio termine della politica fiscale è di comprimere ancora moderatamente il deficit federale, fino a ricondurlo all'1% del PNL entro il 1989. Nel frattempo, tuttavia, nonostante il permanere di un'impostazione restrittiva della spesa, gli sgravi fiscali introdotti agli inizi di quest'anno implicano che per il 1986 non vi sia un'ulteriore contrazione del disavanzo federale.

In Francia e nel Regno Unito è meno manifesta una tendenza di lungo periodo a comprimere il fabbisogno finanziario dell'amministrazione pubblica. In Francia il nuovo governo ha annunciato una serie di misure che comprendono tagli della spesa

Saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche¹

Paesi	1973	1980-81	1982-83	1984	1985 ²
	in percentuale del PNL a prezzi correnti				
Stati Uniti	0,6	- 1,0	- 3,8	- 2,9	- 3,6
Giappone	0,7	- 4,1	- 3,7	- 2,2	- 1,3
Germania	1,2	- 3,3	- 2,9	- 1,9	- 1,1
Francia	0,9	- 0,8	- 2,9	- 2,8	- 2,5
Regno Unito	- 2,6	- 3,1	- 3,0	- 3,9	- 3,6
Italia	- 7,0	-10,0	-12,5	-13,5	-13,7
Canada	1,0	- 2,1	- 5,6	- 6,4	- 6,3
Belgio	- 5,5	-14,0	-14,9	-12,6	-13,0
Danimarca	5,2	- 5,2	- 8,3	- 4,3	- 1,0
Paesi Bassi	1,8	- 4,8	- 6,5	- 6,0	- 5,6
Svezia	4,1	- 4,3	- 5,5	- 2,3	- 2,5
Svizzera	- 1,1	- 0,1	- 0,5	- 0,3	- 1,1

¹ Compreso il settore previdenziale, ma al netto delle transazioni in conto capitale di natura finanziaria. ² Dati provvisori.

Fonti: OCSE, "Economic Outlook" e statistiche nazionali.

pubblica, sgravi fiscali a favore delle imprese e sovvenzioni alle aziende che assumono manodopera giovanile disoccupata. Si stima che, su base netta, l'effetto di questi provvedimenti comporti una modesta riduzione del deficit dell'amministrazione precedente rispetto alle previsioni.

Nel Regno Unito il quadro risulta complicato dal venir meno degli effetti dello sciopero dei minatori - il quale aveva gonfiato le cifre relative al fabbisogno pubblico per il 1984 - e da ampie vendite di attività del settore pubblico. Queste non sono comprese nel disavanzo finanziario delle amministrazioni pubbliche (cui si riferiscono le cifre riportate in tabella). Esse sono tuttavia portate in detrazione delle uscite nel calcolo del fabbisogno di indebitamento del settore pubblico, che è assunto come obiettivo dalle autorità britanniche e per il quale è stato fissato un livello del 2% del PNL per il 1985-86. Per il corrente esercizio il previsto calo dei proventi petroliferi ha indotto ad annullare gran parte delle riduzioni nell'imposizione diretta originariamente programmate, in quanto l'obiettivo in termini di fabbisogno del settore pubblico è stato ridotto all'1,75% del PNL, in linea con l'orientamento a medio termine della politica fiscale.

In quasi tutti gli altri paesi l'obiettivo è rimasto quello di comprimere i disavanzi di bilancio. Il grado di successo non è stato tuttavia uniforme. Ad esempio, in Italia gli obiettivi di bilancio prefissati sono stati superati, nonostante alcuni provvedimenti straordinari seguiti alla svalutazione della lira a metà anno. Le autorità canadesi hanno parimenti incontrato difficoltà nel controllo del bilancio pubblico, in parte a causa dell'ulteriore rapida crescita degli oneri per il servizio del debito. In entrambi questi paesi i problemi di tasso di cambio hanno peraltro reso ancora più impellente l'esigenza di un risanamento delle finanze pubbliche.

La crescita del debito pubblico. Uno degli sviluppi più degni di nota sul piano fiscale nel corso dell'ultimo decennio è stato l'aumento praticamente universale del debito pubblico in essere, anche in termini di quota sul PNL. Come mostra la tabella alla pagina seguente, questa tendenza è proseguita nel 1985.

Debito delle amministrazioni pubbliche ed esborsi per interessi

Paesi	Debito lordo				Esborsi lordi per interessi			
	1973	1983	1984	1985	1973	1983	1984	1985
	in percentuale del PNL				in percentuale delle uscite di bilancio			
Stati Uniti	41,9	45,0	45,8	48,3	7,2	12,2	13,6	13,8
Giappone	17,1	68,2	69,3	69,4	4,1	13,2	14,2	14,9
Germania	18,3	40,1	40,8	40,6	2,8	6,4	6,5	6,7
Francia	25,1	29,8	31,8	34,0	2,4	5,2	5,5	5,5
Regno Unito	69,3	53,9	55,9	56,5	9,5	10,6	10,8	11,4
Italia	60,6	84,2	91,4	99,4	6,9	16,3	17,2	16,7
Canada	46,7	58,7	63,4	69,2	11,2	16,0	17,1	18,1
Belgio	69,5	107,6	115,7	121,7	8,0	16,0	17,3	18,8
Danimarca	7,9	62,7	67,6	68,6	3,1	13,4	16,2	17,0
Paesi Bassi	43,2	62,3	66,9	70,3	6,3	9,6	10,4	11,0
Svezia	30,1	66,0	69,4	71,4	4,3	11,5	12,5	13,4
Svizzera	36,4	38,3	39,5	.	5,6	5,3	5,0	4,7

Fonti: OCSE, "Economic Outlook" e statistiche nazionali.

La continua crescita della dimensione relativa del debito pubblico è vista con preoccupazione per diverse ragioni. In particolare, essa sottopone il bilancio ad ulteriori tensioni per effetto dell'incremento degli oneri per il servizio del debito stesso, allorché la maggior parte dei paesi cerca di ridurre la spesa pubblica complessiva in rapporto alle dimensioni dell'economia. Inoltre, gli elevati quozienti di indebitamento pubblico tendono a ridurre lo spazio di manovra della politica fiscale.

La causa immediata del problema del debito pubblico risiede ovviamente nel fatto che i paesi hanno in generale accumulato ampi disavanzi di bilancio a partire dalla metà degli anni settanta. Ciò che era iniziato come una risposta in parte congiunturale rispetto alla recessione seguita alla prima crisi petrolifera, si è trasformato in un deterioramento cronico delle finanze pubbliche, in quanto la maggior parte dei paesi non è riuscita a realizzare una piena ripresa economica e l'elevata disoccupazione è divenuta un pesante fattore di drenaggio delle casse pubbliche.

Il secondo *shock* petrolifero produsse nuove spinte recessive. In quell'occasione, tuttavia, vi fu una minore disponibilità a permettere che intervenissero ulteriori risposte automatiche di bilancio. Vi fu tuttavia anche una minore disponibilità a dare spazio agli effetti inflazionistici diretti del secondo rincaro del petrolio. In parte per questa ragione, e in parte a causa del progressivo cambiamento nella combinazione delle politiche negli Stati Uniti, all'inizio degli anni ottanta i tassi di interesse salirono a livelli decisamente elevati in termini reali. Poiché il debito pubblico in essere aveva già iniziato ad accrescersi, ne è risultato un aumento alquanto rapido degli esborsi per il servizio del debito.

Dato il costante incremento dei rapporti di indebitamento, malgrado i decisi sforzi compiuti in molti paesi per comprimere il disavanzo di bilancio, in larga parte del mondo industrializzato è andata crescendo una sensazione di pessimismo sul piano della politica fiscale. In altri termini, al momento attuale nella maggioranza

dei paesi si manifesta una certa riluttanza ad impiegare la politica fiscale come strumento di gestione macroeconomica della domanda.

A tale riguardo, un calo dei tassi di interesse fornirebbe un utile contributo. Esso tenderebbe ad alleggerire i costi del servizio del debito che accrescono il numeratore del rapporto debito/reddito, agendo al tempo stesso da stimolo per un incremento del denominatore, ossia del PNL.

Vi sono tuttavia alcuni dubbi circa la possibilità che il perdurare della ripresa economica al di fuori degli Stati Uniti riceva sufficiente sostegno da questo unico strumento, soprattutto in presenza dell'aggiustamento di politica fiscale in atto. Si ripropone pertanto la vecchia questione di quanto spazio possa esistere per misure fiscali temporanee dirette a stimolare in certa misura l'attività economica ed a portare le economie del resto del mondo ad un ritmo di crescita a medio termine più elevato e nondimeno duraturo.

L'efficacia della politica fiscale. Negli ultimi anni si è sviluppato un intenso dibattito sul piano teorico circa il ruolo della politica fiscale nella gestione della domanda. Nello stesso tempo, a livello della formulazione delle politiche economiche, si è in generale evitato di ricorrere a questo strumento (con la rilevante, ma forse involontaria, eccezione degli Stati Uniti). Le ragioni di ciò sono molteplici. Oltre che per il problema del debito pubblico discusso in precedenza, la manovra di bilancio a breve termine è stata considerata controproducente anche sotto il profilo del controllo della spesa pubblica e dell'inflazione. In aggiunta, si è teso a dare la precedenza, nella scelta delle priorità di politica economica, a considerazioni di più lungo periodo, quali l'esigenza di ridurre le dimensioni del settore pubblico e con esse la pressione fiscale complessiva.

Nondimeno, gli Stati Uniti sollecitano da tempo sia la Germania sia il Giappone ad impiegare la politica di bilancio al fine di accelerare la crescita interna, sostenendo che ciò potrebbe essere necessario per assicurare il proseguimento della ripresa economica (o, in alcuni paesi, per accelerarne il ritmo) in presenza di un rallentamento nella crescita della domanda negli Stati Uniti, e soprattutto di quella parte di essa che si rivolge all'estero. E' stato inoltre affermato che una politica di stimolo fiscale negli altri paesi contribuirebbe al tempo stesso ad un rientro più ordinato degli ampi squilibri di bilancia dei pagamenti accumulatisi negli ultimi anni.

A prima vista l'esempio degli Stati Uniti dopo il 1982 parrebbe costituire una prova alquanto evidente che in tali termini tradizionali la politica di bilancio mantiene la sua efficacia. La produzione ha registrato un forte aumento e l'inflazione è rimasta considerevolmente bassa date le circostanze. Tuttavia tali circostanze comprendevano, oltre che un andamento calante dei corsi delle materie prime, anche un forte apprezzamento del tasso di cambio, un'evoluzione su cui difficilmente altri paesi potevano contare.

Non vi è dubbio che la combinazione delle politiche attuata negli Stati Uniti ha accresciuto l'attrattiva in termini di tasso di interesse degli investimenti finanziari in quel paese. Ed è possibile che siano anche state indotte aspettative di un miglioramento della redditività nel più lungo periodo. Ma è altresì vero che i disavanzi dei pagamenti correnti con l'estero non possono essere ignorati indefinitamente - e in passato in genere non lo sono stati - dagli investitori internazionali. Il deterioramento cumulativo nei flussi netti in conto interessi e nello

stesso saldo commerciale deve essere presto o tardi corretto, ed il mezzo naturale è di regola una flessione piuttosto che un apprezzamento del tasso di cambio.

Anche per altri aspetti l'esempio degli Stati Uniti non implica necessariamente che la politica fiscale abbia ovunque una forte incidenza a breve termine sulla domanda e sulla produzione. La strategia predominante seguita negli ultimi anni in Europa si basa sull'assunto che per conseguire una duratura crescita economica nel medio periodo è necessario anzitutto risolvere i problemi strutturali sottostanti. In tale contesto, il saldo controllo dell'inflazione ha rappresentato un obiettivo prioritario. La riduzione della spesa pubblica al fine di alleggerire la pressione fiscale è stato considerato un ulteriore presupposto per una solida ripresa. La tabella seguente mostra che in alcuni paesi, ma certamente non in tutti, è stato arrestato l'aumento della quota della spesa pubblica sul PNL. Nondimeno, in nessun paese essa è tornata ai livelli del 1973. In molti casi si ritiene che la pressione fiscale sia divenuta tale da inibire la reattività dell'economia dal lato dell'offerta; tuttavia una riduzione dell'imposizione in quanto tale non farebbe che dilatare i disavanzi. Questa situazione è altresì aggravata da diverse altre rigidità strutturali, tra cui quelle del mercato del lavoro, trattate in precedenza. Infine, dati i livelli molto bassi a cui era scesa la redditività alla fine degli anni settanta e nei primi anni ottanta, vi è stata chiaramente l'esigenza di una netta inversione di questa tendenza, specie alla luce della crescita inadeguata della capacità produttiva negli ultimi anni (cfr. pagine 25 e 26).

Spesa delle amministrazioni pubbliche

Paesi	1962	1973	1982	1983	1984	1985
	in percentuale del PNL a prezzi correnti					
Stati Uniti	28,1	30,3	35,1	35,0	33,9	35,1
Giappone	18,2 ¹	21,0	31,8	32,3	31,5	30,9
Germania	33,6	40,0	47,6	46,6	46,1	45,4
Francia	34,0	35,6	47,9	49,1	49,7	49,3
Regno Unito	33,0	37,3	44,3	44,1	45,0	44,2
Italia	30,5	36,9	53,2	55,4	55,8	56,4
Canada	28,8	34,5	45,0	45,4	46,2	46,1
Belgio	30,3	41,1	59,5	59,3	58,6	58,5
Danimarca	29,3 ¹	41,0	59,0	59,5	58,8	57,6
Paesi Bassi	33,3	45,6	58,4	59,7	58,5	57,4
Svezia	31,1	43,8	66,6	64,9	63,3	63,3
Svizzera	21,0 ²	29,7 ²	33,4	33,7	33,8	33,5

¹ 1965. ² Stime.

Fonti: OCSE, "Economic Outlook" e statistiche nazionali.

Pertanto – sulla base di tali premesse – affinché l'impulso di domanda sia efficace, è necessario anzitutto creare nuova capacità produttiva. Diversamente lo stimolo fiscale potrebbe avere solo un effetto inflazionistico. In ogni caso, nell'immediato futuro la recente caduta dei prezzi del petrolio e l'apprezzamento dei tassi di cambio dovrebbero costituire fattori di propulsione della domanda aggregata.

Il coordinamento delle politiche. Al di fuori degli Stati Uniti è probabile che i vincoli esterni agiscano in misura molto maggiore e in modo più rapido di quanto sia avvenuto negli Stati Uniti stessi, specie nel caso di un'azione intrapresa autonomamente da un singolo paese. Una politica unilaterale di reflazione fiscale pare destinata a naufragare ben presto contro lo scoglio di una crisi valutaria. I fautori di un orientamento espansivo fanno osservare che se molti paesi agissero congiuntamente, e qualora anche gli Stati Uniti facessero la loro parte, riducendo il deficit di bilancio, il pericolo di difficoltà esterne si ridurrebbe notevolmente. Al momento, tuttavia, gli altri paesi sono propensi a ritenere o che le strategie adottate stiano già dando buoni risultati o che sia necessario procedere ulteriormente nella correzione degli squilibri fondamentali delle proprie economie. Di conseguenza, un accordo su un'azione coordinata di stimolo fiscale al di fuori degli Stati Uniti appare molto improbabile.

La combinazione delle politiche fiscali e monetarie

Da alcuni anni il crescente disequilibrio delle politiche sia all'interno degli Stati Uniti stessi, sia tra questo paese e il resto del mondo è fonte di notevole preoccupazione. Sul piano internazionale, le conseguenze in termini di tassi di interesse di questa dissimmetria nelle politiche paiono essere state un fattore importante della prolungata ascesa del dollaro. Insieme allo sfasamento congiunturale tra gli Stati Uniti e gli altri paesi, l'apprezzamento del dollaro ha anche concorso in larga misura all'ampliamento degli squilibri di bilancia dei pagamenti emersi negli ultimi anni tra i paesi industriali.

1985: un anno di svolta? A fronte di tale quadro, il 1985 potrebbe rivelarsi un anno significativo. In particolare, pare esservi stato un crescente riconoscimento, sia da parte dei responsabili delle politiche economiche sia degli operatori di mercato, della necessità di intraprendere un'azione risoluta. Negli Stati Uniti la politica monetaria ha assunto un indirizzo più condiscendente, e sono stati intensificati gli sforzi per affrontare con decisione la situazione di bilancio a medio termine. Le premesse di questa situazione si erano andate creando da qualche tempo. Relativamente agli Stati Uniti, si deve risalire al 1981, allorché furono adottate nuove misure di bilancio intese a ridurre l'imposizione, confidando che ciò avrebbe stimolato l'economia dal lato dell'offerta. Tuttavia, contrariamente agli intendimenti originari, emersero ampi disavanzi del settore pubblico e, quel che più conta, la loro componente strutturale aumentò rispetto a quella congiunturale, mentre i tassi di interesse salirono a livelli molto elevati in termini reali.

Pertanto, come si era temuto nel mondo finanziario, la combinazione delle politiche negli Stati Uniti si rivelò in definitiva come l'abbinamento di una politica fiscale accomodante con una politica monetaria relativamente restrittiva. Certo, permanevano elementi improntati alla politica dell'offerta e tra questi, soprattutto, l'effettivo impulso impartito alla spesa per investimenti.

Nondimeno, la politica statunitense si poneva in netto contrasto con quelle generalmente perseguite nel resto del mondo. Negli altri paesi, come si è detto in precedenza, la strategia predominante si prefiggeva parimenti di ottenere effetti analoghi — sebbene meno spettacolari — dal lato dell'offerta. La differenza consisteva nella sequenza con cui andavano presi i provvedimenti. Gli sgravi fiscali dovevano

essere "finanziati" preventivamente mediante tagli della spesa pubblica e riduzioni del deficit di bilancio, con i quali si mirava anche a mantenere basso il livello dei tassi di interesse e a stimolare la ripresa economica dal lato degli investimenti. In Giappone, sostanziali riduzioni del deficit di bilancio furono considerate necessarie anche per evitare un eccessivo ampliamento del debito pubblico.

Il risultato è stato che, dal lato della politica fiscale, gli Stati Uniti si sono mossi in una direzione diametralmente opposta a quella delle altre due maggiori economie.

In termini di politica monetaria, il divario non era altrettanto pronunciato. Tuttavia, in parte a causa dei differenziali dei tassi di interesse reali associati alla *policy mix* degli Stati Uniti (cfr. grafico alla pagina seguente), il dollaro andò rafforzandosi più o meno ininterrottamente per quattro anni. Ancor più rilevante è il fatto che in larga misura questo apprezzamento ebbe luogo in termini sia reali che nominali. La contropartita fu naturalmente un indebolimento delle altre monete, con il connesso potenziale inflazionistico che, in generale, poté tuttavia essere contenuto agevolmente.

Avendo annesso massima priorità alla riduzione dell'inflazione, i responsabili delle politiche economiche al di fuori degli Stati Uniti vennero a trovarsi in una posizione assai critica. L'attuazione di una politica di bassi tassi di interesse volta a sostenere gli investimenti avrebbe potuto indebolire ulteriormente il tasso di cambio e quindi risultare inflazionistica. Viceversa, il tentativo di contrastare più energicamente la debolezza del tasso di cambio avrebbe potuto implicare un innalzamento dei tassi di interesse a livelli pregiudizievole per l'economia. In definitiva, specie in Europa, fu adottata una via in qualche modo intermedia. I tassi di interesse si sono probabilmente mantenuti su valori più elevati di quanto fosse altrimenti desiderabile. D'altra parte, l'accresciuta competitività nei confronti degli Stati Uniti, insieme alla vigorosa espansione della domanda in quel paese, è servita a dare impulso alle esportazioni degli altri paesi. Ciò ha permesso tra l'altro di perseguire un'azione di riequilibrio del bilancio pubblico, senza palese pregiudizio per la crescita economica nel breve periodo.

Nel 1985 lo squilibrio strutturale, in termini di politica di bilancio, tra le tre maggiori economie si è ulteriormente ampliato. Nondimeno, il dollaro, dopo aver raggiunto un massimo in febbraio, è calato quasi ininterrottamente. Pertanto, senza che vi siano stati in apparenza cambiamenti significativi nelle combinazioni delle politiche a livello internazionale, si è senza dubbio accresciuta la percezione che le autorità fossero sempre meno disposte ad accettare il corso degli eventi, in particolare l'accumulazione di ampi squilibri di parte corrente.

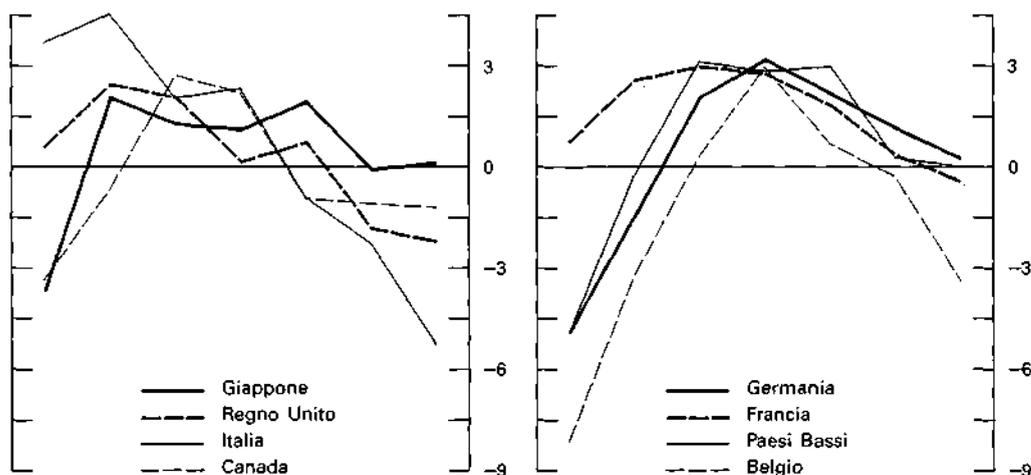
Una prima manifestazione di tale atteggiamento da parte dei responsabili delle politiche si è avuta con la reazione delle autorità di alcuni paesi alla forte impennata del dollaro agli inizi dell'anno. Tale reazione ha assunto la forma di interventi coordinati sui mercati dei cambi, senza peraltro chiare indicazioni dell'intenzione di modificare in modo sostanziale le combinazioni delle politiche.

Ciò nondimeno, il dollaro ha iniziato a deprezzarsi. In seguito, dopo che negli Stati Uniti la crescita di M_1 ha superato la propria fascia-obiettivo senza suscitare significative reazioni da parte delle autorità (cfr. Capitolo VI), è divenuto chiaro che la politica monetaria statunitense stava subendo un certo allentamento. Poco dopo,

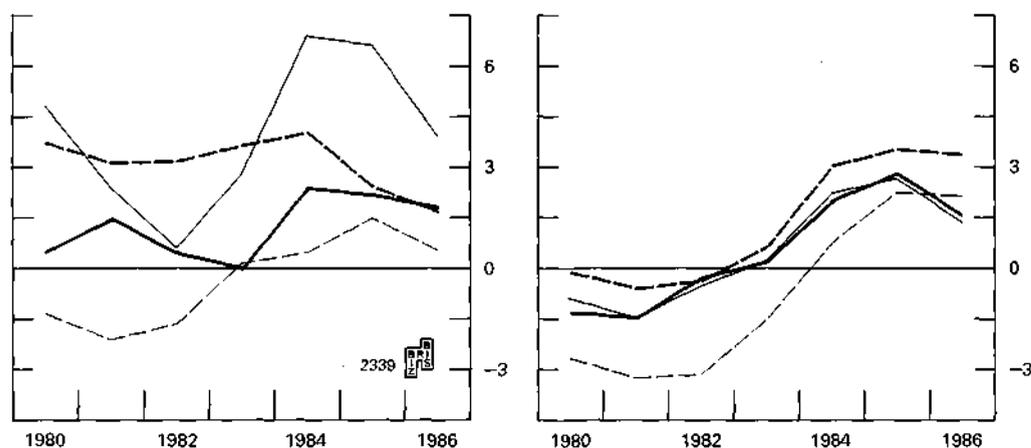
Differenziali dei tassi di interesse reali a breve e a lungo termine tra gli Stati Uniti e altri paesi; 1980-86¹

Medie annue in punti percentuali

Tassi del mercato monetario²



Rendimenti obbligazionari³



¹ Basati sui dati di fine mese (per il 1986 i dati si riferiscono ai valori di fine marzo). ² Tassi rappresentativi meno le variazioni percentuali su dodici mesi dei prezzi al consumo. ³ Tassi rappresentativi meno le variazioni in ragione annua dei prezzi al consumo nel precedente quinquennio.

in marzo, è stato ridotto il saggio ufficiale di sconto. Alla base di questo indirizzo più condiscendente vi erano diversi fattori di preoccupazione. Anzitutto, la crescita economica stava rallentando. In secondo luogo, una causa importante di questa decelerazione era costituita dal deflusso di domanda costituito dal crescente saldo negativo della bilancia commerciale. In terzo luogo, in seguito ai gravi contraccolpi subiti dai settori produttivi esposti alla concorrenza internazionale per effetto dell'apprezzamento del dollaro, nel paese stavano crescendo fortemente di intensità le pressioni protezionistiche. Pur in presenza di un persistente ampio disavanzo di bilancio, le autorità statunitensi si sono pertanto sentite costrette a muoversi nel

senso di una moderata correzione dello squilibrio delle politiche dal lato monetario. L'entità di questo spostamento in senso più condiscendente non va tuttavia sopravvalutata, considerando che è stata accompagnata da un certo aumento del tasso sui *federal funds* dopo giugno. Il fine è stato quello di sostenere la domanda e al tempo stesso di favorire una discesa ordinata del dollaro, come mezzo per bloccare le spinte protezionistiche.

Era peraltro chiaro che difficilmente tale manovra sarebbe stata di per sé adeguata allo scopo. Pertanto in settembre vi ha fatto seguito la significativa riunione a New York dei Ministri delle Finanze e dei Governatori delle banche centrali delle cinque maggiori economie industriali. L'aspetto più importante di questo vertice risiede probabilmente nel fatto di aver rivelato un cambiamento nell'atteggiamento verso il modo di operare del regime di tassi di cambio fluttuanti. Meno chiaro è stato invece l'esito della riunione per quanto riguarda la combinazione delle politiche fiscali e monetarie. Gli Stati Uniti si sono senza dubbio impegnati nel senso di una riduzione sostanziale del disavanzo federale — cosa che i mercati finanziari hanno cominciato a prendere maggiormente sul serio, allorché è iniziato il dibattito in seno al Congresso sul progetto di bilancio Gramm-Rudman-Hollings. Anche le autorità giapponesi hanno parlato di sforzi per stimolare la domanda interna mediante misure tendenti ad allargare i mercati del credito al consumo e del credito ipotecario; successivamente, è stato finanche adottato un moderato, temporaneo allentamento della politica fiscale. I paesi europei partecipanti hanno ritenuto che nel loro caso la via migliore da seguire era quella di intensificare gli sforzi per ridurre le rigidità strutturali all'interno delle loro economie.

A prima vista, l'esito della riunione del Gruppo dei Cinque non sembrava contribuire grandemente al superamento degli squilibri nelle politiche a livello internazionale. Nondimeno, dati i successivi ulteriori interventi sui mercati dei cambi e la crescente convinzione che quanto meno il problema di bilancio degli Stati Uniti sarebbe stato affrontato, il dollaro ha continuato a calare.

Dopo un forte apprezzamento iniziale dello yen, le autorità giapponesi hanno ritenuto necessario favorirne un ulteriore rialzo mediante un temporaneo aumento dei tassi di interesse a breve verso la fine dell'anno. Temendo l'insorgere di reazioni protezionistiche all'estero, ma volendo in pari tempo evitare un allentamento che non fosse solo temporaneo della politica fiscale, le autorità giapponesi non potevano realizzare che in questo modo, quanto meno nel breve periodo, l'obiettivo vivamente auspicato di un apprezzamento dello yen. Poco tempo dopo, fortunatamente, è stato possibile ridurre nuovamente i tassi di interesse, evitando il pericolo di effetti deflazionistici sulla domanda interna.

Alla stessa stregua, negli Stati Uniti un pronunciato allentamento della politica monetaria avrebbe comportato il rischio di riattizzare le aspettative inflazionistiche e di destabilizzare i mercati dei cambi. Di fatto, il dollaro ha proseguito la sua discesa, senza il sostegno di alcun cambiamento sostanziale nelle politiche. A fine febbraio vi era addirittura il timore che un eccessivo deprezzamento del dollaro stesse diventando potenzialmente pericoloso.

Per i restanti paesi industriali l'apprezzamento della propria moneta tenderà con il tempo ad indebolire la domanda attraverso un deterioramento del saldo

commerciale reale con l'estero, anche se parallelamente pare essersi già ampliato il margine per una riduzione dei tassi di interesse, come dimostra la sequenza coordinata di riduzioni dei tassi ufficiali agli inizi di quest'anno.

E' tuttavia importante che queste iniziative vengano convalidate, traducendo in fatti le aspettative di soluzione del problema statunitense. In mancanza di siffatta soluzione, vi è infatti il pericolo che vengano compiuti insufficienti passi avanti nella correzione dell'attuale disequilibrio internazionale. In altri termini, un eventuale insuccesso nel ridurre il deficit di bilancio negli Stati Uniti accrescerebbe il rischio di un decorso disordinato e forse deflazionistico della situazione.

III. IL COMMERCIO E I PAGAMENTI INTERNAZIONALI

Aspetti salienti

L'anno scorso l'andamento dell'interscambio e delle bilance dei pagamenti ha segnato un peggioramento rispetto al 1984. La crescita del commercio mondiale è considerevolmente rallentata, gli squilibri delle partite correnti dei paesi sviluppati sono ulteriormente aumentati e il miglioramento nelle bilance di parte corrente dei paesi in via di sviluppo (PVS) si è arrestato.

Dopo una sensibile ripresa nel 1984, la crescita in volume dell'interscambio mondiale si è ridotta a circa il 3% lo scorso anno. L'espansione è stata concentrata nei paesi industriali, mentre ha cessato di espandersi il volume del commercio dei PVS. Questa configurazione ineguale e piuttosto insolita dell'interscambio va ascritta, principalmente, al fatto che sono emerse condizioni di domanda e offerta, sia sul mercato del petrolio sia su quelli delle materie prime non petrolifere, che hanno agito in senso sfavorevole per i PVS. In particolare, i prezzi dei prodotti primari non petroliferi sono diminuiti in una misura riscontrabile in precedenza soltanto in periodi di recessione economica generalizzata, così che molti PVS hanno subito considerevoli perdite nelle ragioni di scambio.

Il processo di aggiustamento dei principali squilibri esterni non è continuato nel 1985. Fra i paesi industriali, sono aumentati in misura considerevole gli avanzi correnti di Giappone e Germania ed è ulteriormente peggiorato il disavanzo corrente USA.

In molti PVS non è stato compiuto alcun ulteriore progresso nell'aggiustamento esterno e il disavanzo corrente aggregato di questi paesi è leggermente aumentato nel 1985. Per giunta, ciò va visto alla luce di un ulteriore inasprimento delle politiche di restrizione delle importazioni e di un concomitante rallentamento nella crescita della produzione interna in molti paesi, senza di che il peggioramento nel saldo corrente aggregato sarebbe stato sicuramente più ampio. Tuttavia alcuni paesi, in virtù di programmi di stabilizzazione delle proprie economie, sono riusciti a ridurre gli squilibri interni ed esterni, malgrado il contesto economico internazionale generalmente sfavorevole.

I movimenti internazionali di capitali, nel 1985, si caratterizzano per due aspetti. In primo luogo gli Stati Uniti hanno continuato ad attrarre un'enorme quantità di fondi esteri, una gran parte dei quali provenienti come già l'anno precedente da investitori giapponesi. In secondo luogo, le transazioni internazionali in titoli hanno sostituito il credito bancario internazionale come principale veicolo dei movimenti di capitale (cfr. Capitolo V).

Il fabbisogno aggregato di finanziamento dei PVS è sceso considerevolmente lo scorso anno, in quanto il lieve aumento nel disavanzo corrente è stato più che compensato da una diminuzione dei deflussi di capitale. I nuovi crediti erogati da prestatori ufficiali sono nettamente diminuiti e, mentre i prestiti bancari si sono leggermente incrementati rispetto all'anno precedente, non vi sono stati segni di una ripresa di crediti spontanei dal settore privato a paesi con problemi di debito.

La prospettiva per la struttura mondiale delle partite correnti, a partire dagli ultimi mesi del 1985, è stata influenzata da due sviluppi principali. Da un lato, il deprezzamento del dollaro nei confronti delle altre principali monete dovrebbe contribuire a ridurre progressivamente gli squilibri esistenti tra i paesi industrializzati. Gli effetti della svalutazione del dollaro, tuttavia, richiederanno tempo per farsi sentire e dovrebbero essere rinforzati da misure tese ad ottenere un miglior equilibrio fra il risparmio interno e gli investimenti nei principali paesi eccedentari e in disavanzo. D'altro canto, la forte caduta dei prezzi del petrolio sta già aggravando gli squilibri fra i paesi esportatori ed i paesi importatori di petrolio e, nel breve periodo, determinerà un ulteriore sostanziale aumento degli avanzi di Giappone e Germania. Tuttavia, i più bassi prezzi del petrolio dovrebbero anche favorire la riduzione dei tassi di interesse e una più rapida crescita della domanda nel mondo industrializzato, con conseguenze benefiche, nel più lungo periodo, sulla posizione esterna dei PVS.

Il commercio mondiale

Lo scorso anno la crescita in volume dell'interscambio mercantile è scesa al 3%, rispetto a quasi il 9% del 1984. A causa del netto calo dei corsi delle materie prime, i prezzi medi in dollari dei beni scambiati sono diminuiti di circa il 2%, così che il valore in dollari correnti del commercio mondiale è rimasto vicino al livello del 1984, di poco inferiore a \$2.000 miliardi.

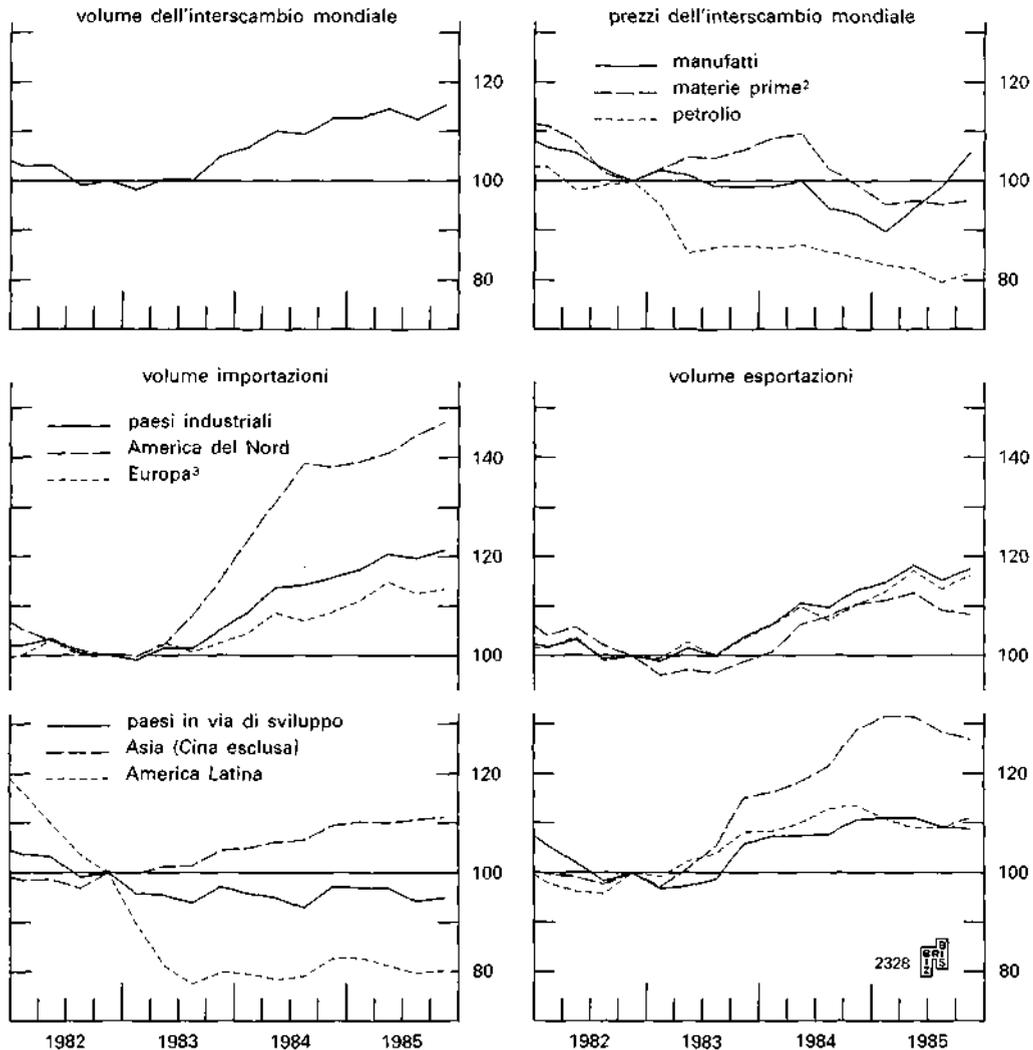
Benché il rallentamento della crescita del commercio internazionale nel 1985 abbia costituito in certa misura una normale conseguenza del ritmo moderato dell'attività economica mondiale, esso risulta eccezionalmente pronunciato se si considera la decelerazione relativamente modesta della crescita della produzione mondiale, passata dal 4,5% del 1984 al 3% dell'anno scorso. Nel 1985 gli scambi commerciali dei PVS non hanno praticamente segnato alcun ulteriore aumento, mentre quelli tra i paesi industrializzati hanno continuato ad espandersi, anche se ad un ritmo meno sostenuto di quello dell'anno precedente.

Infatti, come si può osservare nel grafico seguente, l'aumento del commercio mondiale in termini reali nel 1985 può essere interamente attribuito alla crescita del volume dell'interscambio fra i paesi industriali. Il volume delle loro importazioni totali è aumentato di circa il 5% e, contrariamente a quanto avvenuto nel 1984, il tasso di crescita delle importazioni nell'America del Nord e in Europa è stato abbastanza simile. Tuttavia, le importazioni in termini reali del Giappone, che erano aumentate fortemente nel 1984, hanno ristagnato nel 1985. Anche il volume di esportazioni dei paesi industriali ha continuato a crescere, in media di circa il 4%, soprattutto a causa di una crescita del 5% delle esportazioni di Europa e Giappone, mentre il tasso di espansione relativamente all'America del Nord è rallentato, passando dal 12% del 1984 a circa il 2,5% nel 1985.

Lo scorso anno l'interscambio mercantile dei PVS ha segnato un calo sia in volume sia, in misura ancora maggiore a causa della debolezza dei prezzi delle materie prime, in termini di valore. Le esportazioni complessive dei PVS, in quantità, sono scese nel 1985 dell'1%, rispetto ad un aumento del 6,5% nell'anno precedente. La debole domanda di petrolio ha fatto sì che la diminuzione nel

Volume dell'interscambio mondiale; 1982-85¹

Quarto trimestre 1982 = 100



¹Dati in quantità; medie mobili non centrate di tre trimestri. ²Escluso il petrolio. ³Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera.

volume di esportazioni, pari al 7,5%, sia stata particolarmente ampia per i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente. Inoltre, le esportazioni reali dell'America Latina sono scese dell'1% nel 1985, dopo un incremento del 7,5% l'anno precedente. Il totale delle esportazioni dei paesi dell'Asia ha continuato a crescere, ma soltanto del 2,5% contro il 14% del 1984.

Per quel che riguarda le importazioni, fra il 1984 e il 1985 le variazioni nelle quantità sono state molto meno pronunciate: esse sono passate da un aumento marginale ad una diminuzione dell'1%. Lo scorso anno diversi PVS hanno nuovamente ridotto le importazioni reali. In particolare, le importazioni dei paesi

petroliferi del Medio Oriente sono scese del 15,5% in termini di volume. In America Latina il calo è stato soltanto dell'1,5%, mentre nell'insieme dei PVS dell'Asia le importazioni sono aumentate del 6,5%, ossia all'incirca come nel 1984. La maggior parte dell'espansione delle importazioni reali dei paesi dell'Asia è attribuibile alla Cina, mentre altrove la crescita delle importazioni è stata molto più contenuta che in passato.

Nel 1985, agli sviluppi sfavorevoli in termini di volume si è aggiunto il considerevole calo dei prezzi medi in dollari delle materie prime, in netto contrasto con l'aumento dell'1% dei prezzi in dollari dei manufatti oggetto di interscambio. Il calo del 12% nei prezzi delle materie prime non petrolifere avutosi lo scorso anno è stato di una dimensione raggiunta in precedenza soltanto in condizioni di recessione mondiale. Il livello medio dei prezzi del petrolio è sceso più moderatamente, del 4,5%, ma durante tutto l'anno il mercato petrolifero internazionale si è trovato in una situazione di equilibrio precario. In presenza di una diminuzione di 0,5 milioni di b/g del consumo mondiale di petrolio, di un modesto calo delle scorte e di un aumento di produzione di 1 milione di b/g da parte dei produttori non OPEC, il mantenimento della stabilità sul mercato del petrolio si è basato soltanto sui tagli di produzione dell'Arabia Saudita. Comportandosi come produttore residuale del gruppo OPEC, l'Arabia Saudita nell'agosto del 1985 aveva ridotto la sua produzione a meno di 2,5 milioni di b/g, ossia ad un quarto della sua produzione media annua nel 1980-81. A settembre, tuttavia, l'Arabia Saudita ha abbandonato questo ruolo e ha adottato le politiche di prezzo più collegate al mercato seguite dagli altri paesi petroliferi. Nel quarto trimestre del 1985, la produzione totale dell'OPEC è aumentata di quasi 3 milioni di b/g e, mentre la crescita stagionale della domanda ha contribuito a sostenere i prezzi del petrolio sino alla fine dell'anno, l'eccesso di offerta e la lotta per accaparrarsi quote di mercato hanno provocato un crollo dei prezzi del greggio nel 1986.

L'evoluzione sfavorevole del volume e del valore delle esportazioni dei PVS nel 1985 può essere attribuita a tre fattori principali. Per quel che riguarda il volume, innanzitutto, il fatto che le esportazioni di questi paesi verso i maggiori paesi industriali, che ammontano ai due terzi delle loro esportazioni totali, sono fortemente concentrate negli Stati Uniti e in Giappone. Ciò è risultato particolarmente svantaggioso nel 1985, durante il quale la crescita in volume delle importazioni USA è nettamente diminuita, passando dal 25,5% al 4%, mentre in Giappone le importazioni in termini reali non sono aumentate affatto. Gli effetti sono stati avvertiti in modo più acuto dai PVS dell'Asia e dell'America Latina, che dipendono in modo particolare dai mercati degli Stati Uniti e del Giappone. In secondo luogo, le esportazioni dei PVS ai paesi industriali paiono essere state influenzate in misura crescente da barriere non tariffarie. Studi intrapresi dall'OCSE e dalla Banca Mondiale indicano un'evoluzione allarmante. Si stima che, nel mondo industriale, la quota dei prodotti manufatti soggetti a restrizioni non tariffarie sia aumentata dal 20% nel 1980 al 30% nel 1983, e non vi sono dubbi sul fatto che questa tendenza è continuata negli anni più recenti. Poiché le pressioni protezionistiche sorgono principalmente nei settori ad intensità di lavoro relativamente elevata, nei quali i PVS con bassi livelli salariali godono di un vantaggio comparato, è probabile che questi paesi siano influenzati in misura maggiore che non le economie industriali. Le restrizioni che limitano le esportazioni

di prodotti agricoli dei PVS sono ancor più diffuse e, mentre all'interno del gruppo dei paesi industriali probabilmente un decimo circa delle importazioni è soggetto a barriere commerciali, la percentuale può salire ad un valore doppio nel caso delle importazioni dei paesi industriali dai PVS. Anche se è praticamente impossibile quantificare l'impatto del protezionismo sul commercio estero dei PVS, è degno di nota che il rallentamento nelle esportazioni nel 1985 è stato particolarmente pronunciato per quei paesi che recentemente sono diventati importanti esportatori di manufatti.

Infine, le sfavorevoli influenze sul volume delle esportazioni sono state acuite dai fattori che hanno depresso i prezzi delle materie prime, e in particolare di quelle non petrolifere. Negli ultimi anni, la combinazione di una crescita economica relativamente lenta e dei cambiamenti strutturali nei paesi industriali, che hanno comportato uno spostamento dell'attività dall'industria pesante a quella leggera ed una minore utilizzazione di materie prime per unità di prodotto, ha contribuito ad indebolire il mercato delle materie prime. Inoltre, gli effetti sui prezzi di questi fattori dal lato della domanda sono stati rafforzati da un aumento senza precedenti dell'offerta di materie prime non petrolifere, pari al 7,5% nel biennio 1984-85. Queste influenze hanno esercitato così forti pressioni al ribasso sui prezzi dei prodotti primari che nel 1985 non ha potuto verificarsi il favorevole effetto di prezzo che ci si sarebbe normalmente attesi dal deprezzamento del dollaro.

L'ampliamento degli squilibri esterni nei tre maggiori paesi industriali

Nel 1985 si è ulteriormente accresciuto lo squilibrio della posizione di parte corrente degli Stati Uniti, del Giappone e, in misura minore, della Germania. Anche se tali disequilibri non sono enormi in rapporto al PNL, essi sono ingenti in termini assoluti e costituiscono un elemento di instabilità nell'economia mondiale, con conseguenze potenzialmente sfavorevoli sul commercio internazionale, sui tassi di cambio e sul livello dell'attività economica globale. I saldi delle partite correnti dei singoli paesi e dei gruppi di paesi sono riportati nella tabella di pagina 54.

Negli *Stati Uniti* il disavanzo esterno corrente si è ampliato lo scorso anno di \$10,3 miliardi, portandosi a \$117,7 miliardi. Il peggioramento è stato meno pronunciato che nel 1984, quando il disavanzo si era più che raddoppiato, ma due fattori fanno ritenere che l'indebolimento di fondo della posizione esterna USA sia stato maggiore di quanto indicato dai dati annuali sulle partite correnti. In primo luogo, il disavanzo commerciale trimestrale stagionalizzato è aumentato costantemente durante tutto l'anno e nell'ultimo trimestre superava di oltre il 50%, in termini di dollari sia correnti che costanti, quello del primo trimestre. In secondo luogo, l'avanzo registrato lo scorso anno nelle partite invisibili, pari a \$6,6 miliardi, è stato praticamente lo stesso del 1984. Tuttavia, se si escludessero gli effetti di valutazione sullo *stock* di investimenti diretti USA all'estero causati dai movimenti nel tasso di cambio del dollaro (a differenza di altri paesi la bilancia dei pagamenti USA include tali effetti di valutazione nei redditi da capitali e negli investimenti diretti all'estero), l'eccedenza delle partite invisibili risulterebbe ridotta da \$15 miliardi nel 1984 a \$1,2 miliardi nel 1985, a causa dei più elevati esborsi netti per turismo e noli, di una riduzione nei redditi netti da investimenti e di più elevati trasferimenti unilaterali in uscita.

Stati Uniti: componenti delle variazioni del saldo commerciale. Stime.

Anni	Variazioni del saldo commerciale	Determinanti					
		importazioni di petrolio	ragioni di scambio (escluso petrolio)	volume delle esportazioni		volume delle importazioni non petrolifere	
				totale	dovute alla crescita dei mercati di esportazione	totale	dovute alla domanda interna
in miliardi di dollari USA							
1984	-47	- 2,5	4,5	16	16,5	-65	-33
1985	-10	7	- 0,5	1	6,5	-17,5	-14

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

L'anno scorso, il disavanzo si è accresciuto nonostante una riduzione di \$ 7 miliardi delle importazioni di petrolio. Il calo negli esborsi petroliferi ha riflesso una diminuzione del 5% nel valore unitario delle importazioni e una contrazione del 7,5% nel loro volume, dovuta ad un calo del 7% delle scorte interne, in presenza di un andamento stagnante del consumo.

La bilancia commerciale non petrolifera è peggiorata di \$ 17,3 miliardi nel 1985, ossia di un ammontare considerevolmente inferiore a quello (\$ 44,4 miliardi) registrato l'anno precedente. La minore entità del deterioramento è principalmente attribuibile al fatto che lo scorso anno si è ridotta la sfavorevole influenza delle pressioni relative della domanda, che era stata particolarmente importante nel 1984, in quanto la crescita della domanda interna USA è stata convergente con quella media degli altri paesi industriali. Allo stesso tempo, tuttavia, la posizione competitiva degli USA sui mercati internazionali è rimasta debole. Nel 1985, il tasso di cambio effettivo reale del dollaro su base media annua è salito del 2% rispetto all'anno precedente, anche se il deprezzamento della moneta americana rispetto allo yen e alle principali monete europee a partire da febbraio ha contribuito a rafforzare del 14,5% la competitività dei produttori USA fra il primo e l'ultimo trimestre del 1985. Inoltre, di regola, i volumi dell'interscambio rispondono solo con un ritardo di diversi mesi alle variazioni nella posizione concorrenziale, così che l'effetto del deprezzamento del dollaro si farà sentire appieno soltanto nel corso del 1986.

Praticamente tutto l'aumento del disavanzo commerciale non petrolifero del 1985 è dovuto a fattori di quantità. Le variazioni nei prezzi relativi dell'interscambio - i valori unitari delle esportazioni e delle importazioni sono diminuiti del 3 e 2,5% rispettivamente - hanno contribuito per circa \$ 0,5 miliardi all'incremento del disavanzo. Gli Stati Uniti sono grossi esportatori ed importatori di prodotti agricoli e materie prime, pertanto, a differenza della maggior parte degli altri paesi industriali, non hanno beneficiato del forte calo dei prezzi delle materie prime non petrolifere avutosi nel 1985.

Le esportazioni in volume sono aumentate di poco nel complesso dell'anno, nonostante una crescita del 3% dei mercati di esportazione USA. Le esportazioni reali sono diminuite nei primi tre trimestri, ma hanno recuperato moderatamente, di un 2%, nell'ultimo trimestre dell'anno. Questo andamento è stato fortemente influenzato da variazioni nel volume delle esportazioni agricole. La forza del dollaro e un'offerta mondiale crescente si sono tradotte in una forte concorrenza da parte

degli altri esportatori e da parte dei produttori interni sui tradizionali mercati di esportazione degli Stati Uniti e, fra l'ultimo trimestre del 1984 e il terzo trimestre del 1985, le esportazioni reali di prodotti agricoli sono scese del 28%, per poi crescere nuovamente del 17% negli ultimi tre mesi dell'anno. Le esportazioni non agricole hanno mostrato un andamento un po' più favorevole, crescendo nel 1985 di circa il 3,5% a prezzi costanti, contro il 10% dell'anno precedente. Tuttavia, l'espansione complessiva è stata per lo più attribuibile alle accresciute esportazioni di aeromobili e a quelle di componenti automobilistiche fra imprese statunitensi ed unità di produzione situate in Canada. Il volume delle esportazioni di altri beni strumentali è stato praticamente stagnante, mentre le esportazioni di beni di consumo sono scese del 6%.

Il volume delle importazioni non petrolifere si è dilatato di circa il 6,5% nel 1985, ossia di \$17,5 miliardi in termini di dollari. Questo notevole rallentamento nell'aumento in termini reali delle importazioni non petrolifere, rispetto al 30,5% del 1984, è principalmente attribuibile alla decelerazione della crescita della domanda interna, passata dall'8,5% del 1984 al 2,5% nel 1985. Inoltre, mentre nel 1984 soltanto la metà dell'aumento in volume delle importazioni poteva essere attribuita a fattori di domanda interna, nel 1985 la crescita reale delle importazioni è stata, nel complesso dell'anno, molto più in linea con l'espansione della domanda interna in termini reali, il che sembrerebbe indicare che la penetrazione delle importazioni è notevolmente rallentata nel 1985. Tuttavia, dopo un modesto aumento nella prima metà dell'anno, la crescita delle importazioni reali si è accelerata in modo marcato nella seconda metà, nonostante che i costi delle importazioni avessero cominciato ad aumentare per effetto del deprezzamento del dollaro. Ciò fa ritenere che gli importatori statunitensi abbiano anticipato gli acquisti all'estero in previsione di ulteriori incrementi dei prezzi delle importazioni. L'aumento nelle importazioni non petrolifere ha riguardato tutti i principali gruppi di prodotti, escluso i materiali e le forniture industriali, e l'incremento più marcato si è avuto nel comparto dei manufatti di riflesso, in particolare, al perdurare di una domanda sostenuta di autoveicoli.

Stati Uniti: saldi commerciali per gruppi di paesi

Anni	Saldo commerciale globale	Paesi industriali*	Europa occidentale	Giappone	Canada	PVS	America Latina	Asia
in miliardi di dollari USA								
1984	-114,1	- 63,6	- 15,2	- 37,0	- 16,1	- 50,5	- 18,6	- 25,4
1985	-124,3	- 78,7	- 21,2	- 43,4	- 17,1	- 45,6	- 15,6	- 25,7

* Comprende l'Europa orientale e le organizzazioni internazionali.

La diminuzione di \$5,9 miliardi, che si è avuta l'anno scorso nel valore delle esportazioni USA, passate a \$214 miliardi, è attribuibile principalmente ad un calo delle vendite in Europa occidentale, in Giappone e nei PVS esportatori di petrolio. Per contro, le esportazioni verso il Canada e l'America Latina sono leggermente aumentate, ma una quota significativa di questo incremento è probabilmente dovuta

a maggiori esportazioni di imprese USA verso le proprie unità di produzione situate in quelle aree. Queste esportazioni costituiscono in certa misura forniture di pezzi e componenti usati per il montaggio e la lavorazione di prodotti destinati ad essere riesportati negli Stati Uniti. Nel 1985, il valore delle importazioni USA è cresciuto di \$4,3 miliardi, passando a \$338,3 miliardi. Mentre le importazioni dai paesi industriali sono aumentate di \$12,4 miliardi, quelle dai PVS sono scese di \$7,8 miliardi, per lo più a causa dei minori acquisti di greggio. Tali variazioni nella struttura del commercio con l'estero hanno comportato, nel 1985, un ulteriore incremento dell'importanza relativa del disavanzo commerciale USA verso i paesi industriali. Mentre nel 1983 più della metà del saldo negativo dell'interscambio USA era nei confronti dei PVS, nel 1985 tale quota si è ridotta a circa un terzo.

L'aumento dello scorso anno nel disavanzo delle partite correnti non ha posto alcun problema di finanziamento. Malgrado il deprezzamento molto ampio del dollaro, il deficit ha continuato ad essere interamente finanziato da afflussi autonomi di capitali privati. Tuttavia, si sono avuti alcuni importanti cambiamenti nella struttura di questi afflussi. Gli acquisti netti di titoli USA da parte di non residenti sono fortemente aumentati, rappresentando la metà degli afflussi netti di fondi, mentre la bilancia delle altre transazioni di capitali non bancari, che era stata fortemente positiva nel 1984, ha mostrato un deflusso netto. Per quel che riguarda le altre voci del conto dei movimenti di capitali, sono proseguiti gli afflussi netti di fondi bancari, in misura ancora superiore a quella del 1984. Gli afflussi di capitali non identificati, registrati come posta residua della bilancia dei pagamenti, sono rimasti ad un livello elevato, pressoché pari a quello dell'anno precedente.

Stati Uniti: bilancia dei movimenti di capitali¹⁾

Voci	1984	1985				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
in miliardi di dollari USA						
Saldo dei movimenti di capitali	107,6	123,6	35,1	20,1	26,9	41,5
Flussi di capitali identificati	77,1	90,8	23,1	15,9	19,6	32,2
Amministrazione federale ²⁾	- 5,0	- 2,5	- 1,4	- 0,3	- 0,5	- 0,3
Settore privato	82,1	93,3	24,5	16,2	20,1	32,5
Operazioni in titoli ³⁾	33,5	61,0	9,9	9,2	16,2	25,8
di cui:						
titoli del Tesoro USA	22,4	20,9	2,6	5,1	7,5	5,7
altri titoli USA	13,0	50,7	9,5	7,1	11,7	22,4
Altri capitali non bancari ⁴⁾	25,3	- 2,4	1,1	2,7	- 1,0	- 5,2
di cui:						
investimenti diretti ^{3,4)}	4,2	- 8,6	1,5	- 3,8	- 2,3	- 4,0
Flussi bancari (netti)	23,2	34,7	13,5	4,3	5,0	11,9
Errori ed omissioni	30,5	32,8	12,0	4,2	7,3	9,3
Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta (- = miglioramento)	- 0,2	- 5,9	- 10,9	7,5	2,4	- 4,9
Per memoria:						
Saldo delle partite correnti	-107,4	-117,7	- 24,2	- 27,6	- 29,3	- 36,6

Nota: il segno (-) indica un deflusso di capitali.

¹⁾ I dati sui movimenti di capitali non sono stagionalizzati. ²⁾ Escluse le operazioni in titoli dell'Amministrazione federale USA. ³⁾ I flussi di capitali netti fra le imprese USA e le società finanziarie consociate delle Antille Olandesi sono inclusi nella posta Operazioni in titoli e esclusi dagli investimenti diretti. ⁴⁾ I flussi intrasocietari sono inclusi negli "Altri capitali non bancari" ed esclusi dagli investimenti diretti.

L'eccezionale afflusso netto a titolo di investimenti di portafoglio può essere ricondotto interamente ad un aumento di quasi quattro volte, da \$13 miliardi nel 1984 a \$50,7 miliardi nel 1985, nelle vendite nette di titoli non del Tesoro USA a residenti esteri. Più del 70% dell'incremento è costituito da vendite all'estero di obbligazioni societarie di nuova emissione, il che ha fatto salire a quasi un terzo la loro quota sul totale delle emissioni obbligazionarie di imprese USA. Questa dilatazione negli acquisti di titoli USA da parte degli investitori esteri dipende principalmente da due fattori. In primo luogo, i rendimenti obbligazionari USA erano più elevati di quelli dei titoli denominati in alcune delle altre principali monete e, in particolare dopo la metà del 1985, si sono innescate aspettative di guadagni in conto capitale connessi ad una diminuzione dei tassi di interesse. In secondo luogo, le società USA hanno finanziato una parte consistente del proprio fabbisogno indebitandosi sul mercato delle euroobbligazioni. Questo spostamento nelle fonti di finanziamento è stato indotto dall'abolizione, nel luglio 1984, della ritenuta alla fonte sugli interessi pagati ai non residenti sui titoli USA emessi all'estero, e dalle rapide innovazioni finanziarie che hanno offerto in misura crescente la possibilità di adattare le nuove emissioni alle preferenze di particolari gruppi di investitori esteri, e pertanto hanno talvolta consentito ai mutuatari USA di raccogliere fondi sui mercati esteri a più basso costo che all'interno. In particolare, l'introduzione di nuove tecniche di copertura del rischio, come le obbligazioni liberate parzialmente e i *warrants* per l'acquisto di obbligazioni aggiuntive nella stessa moneta o in un'altra denominazione, ha fornito protezione nei confronti dell'ampia variabilità dei cambi e, specialmente verso la fine dell'anno, ha consentito agli investitori di beneficiare di un calo nei tassi di interesse USA limitando al tempo stesso la loro esposizione a perdite di cambio.

Le altre operazioni in titoli hanno dato origine ad un afflusso netto di \$10,3 miliardi, pari alla metà dell'ammontare registrato nel 1984. Il calo è attribuibile principalmente ad una inversione, pari a \$6 miliardi, nei flussi collegati indirettamente ad operazioni in titoli, che riflette il saldo delle transazioni fra società USA e le loro affiliate finanziarie nelle Antille Olandesi. Invero, dato che i vantaggi fiscali delle emissioni euroobbligazionarie tramite tali società finanziarie sono stati praticamente eliminati con l'abolizione della ritenuta USA alla fonte, le nuove

Stati Uniti: flussi bancari

Voci	1984	anno	1985			
			primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
in miliardi di dollari USA						
Flussi bancari (netti)	23,2	34,7	13,5	4,3	5,0	11,9
Variazioni nelle attività	- 8,5	- 5,9	0,1	4,1	- 1,5	- 8,6
Variazioni nella passività	31,7	40,6	13,4	0,2	6,5	20,5
Transazioni nette in conto proprio, in dollari	20,6	27,5	13,6	- 0,1	7,3	6,7
con proprie dipendenze estere	- 4,6	1,6	2,4	- 4,2	5,3	- 1,7
con altre banche	14,7	13,6	7,7	0,4	1,2	4,1
con soggetti non bancari	10,5	12,3	3,6	3,7	0,8	4,3
Altre transazioni (nette)*	2,6	7,2	- 0,1	4,4	- 2,3	5,2

Nota: il segno (-) indica un deflusso di fondi.

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

emissioni di obbligazioni tramite le Antille Olandesi, che erano ammontate ancora a \$9,9 miliardi nel 1984, si sono praticamente esaurite nel 1985. Si è anche avuta una lieve diminuzione, pari a \$1,5 miliardi, nelle nuove vendite nette all'estero di titoli del Tesoro USA, anche se la domanda di questi titoli - pari a \$20,9 miliardi - è rimasta a livelli molto elevati.

Gli afflussi netti di capitali internazionali attraverso il settore bancario USA sono aumentati nel 1985 di \$11,5 miliardi raggiungendo la cifra record di \$34,7 miliardi. L'incremento è principalmente attribuibile ad una ripresa del nuovo indebitamento netto delle banche USA presso le proprie filiazioni estere e ad una inversione di flusso nelle loro operazioni in valuta estera da crediti netti per \$2,2 miliardi nel 1984 ad un saldo passivo netto di \$2,8 miliardi nel 1985. La maggior parte degli afflussi bancari dello scorso anno, tuttavia, ha continuato a derivare dalle riduzioni, di \$13,6 miliardi e \$12,3 miliardi rispettivamente, della posizione attiva netta sull'estero delle banche degli Stati Uniti nei confronti delle banche estere non consociate e degli operatori non bancari. La maggior parte di questi afflussi è dovuta ad una contrazione delle attività, in conseguenza di due fattori: le banche hanno continuato a ridurre la propria esposizione nei confronti dei PVS e i mutuatari dei paesi industriali hanno fatto un uso crescente di obbligazioni internazionali, di *euronotes* e di *euro-commercial paper* in sostituzione del credito bancario.

Il capovolgimento dei flussi non bancari diversi dagli investimenti di portafoglio, da un afflusso di \$25,3 miliardi nel 1984 ad un deflusso di \$2,4 miliardi nel 1985, può essere ricollegato a due sviluppi trattati in precedenza. In primo luogo, poiché il settore delle imprese USA ha spostato la sua attività di finanziamento verso il mercato delle euroobbligazioni, nel 1985 gli afflussi netti intrasocietari e quelli dovuti ad altre forme di indebitamento esterno sono diminuiti di \$15,1 miliardi passando a soli \$6,2 miliardi. In secondo luogo, il saldo degli investimenti diretti è passato ad un deflusso netto di \$8,6 miliardi; parte considerevole dell'incremento di \$10,3 miliardi nell'investimento diretto all'estero ha rappresentato effetti di valutazione dovuti al deprezzamento del dollaro.

Nel 1985 i flussi identificati netti di capitale dall'Europa occidentale, dal Giappone e dagli altri paesi (costituiti essenzialmente dai PVS) hanno contribuito grosso modo nella stessa proporzione agli afflussi totali netti registrati negli Stati

Stati Uniti: distribuzione geografica dei flussi di capitali identificati del settore privato

Voci	Totale		Europa occidentale		Giappone ¹		Altri paesi industriali ^{1,2}		Altri paesi	
	1984	1985	1984	1985	1984	1985	1984	1985	1984	1985
in miliardi di dollari USA										
Attività del settore privato USA	-11,8	-31,7	-13,8	-35,0	0,7	- 6,3	- 1,3	2,1	2,6	7,5
Passività del settore privato USA	93,9	125,0	46,5	64,2	14,1	35,0	6,0	0,2	27,3	25,6
Settore privato USA (netto) .	82,1	93,3	32,7	29,2	14,8	28,7	4,7	2,3	29,9	33,1

Nota: il segno (-) indica un deflusso di fondi.

¹ Dati parzialmente stimati. ² Australia, Canada, Nuova Zelanda e Sudafrica.

Uniti, pari a \$93,3 miliardi (cfr. tabella precedente). Tuttavia, questi dati sono compilati sulla base della residenza e, dato che un ampio volume di transazioni viene svolto attraverso centri finanziari esteri anziché nazionali, la distribuzione geografica dei flussi rilevata in tal modo non può fornire un quadro accurato della nazionalità degli investitori e dei mutuatari finali. Ciò nonostante, dalla tabella emergono due aspetti degni di nota. In primo luogo, gli afflussi netti dal Giappone sono balzati a quasi \$29 miliardi nel 1985, in quanto le nuove attività acquisite da residenti giapponesi sono più che raddoppiate, passando a \$35 miliardi. La maggior parte di questo aumento è attribuibile ad acquisti diretti di titoli del Tesoro USA e a depositi presso banche situate negli Stati Uniti, che complessivamente si stima siano saliti da \$9 miliardi nel 1984 a più di \$26 miliardi nel 1985. Inoltre, secondo queste rilevazioni, le altre categorie di titoli USA vendute direttamente a residenti giapponesi sono passate da \$1,3 miliardi nel 1984 a \$5,7 miliardi nel 1985, anche se i dati della bilancia dei movimenti dei capitali del Giappone indicano che l'ammontare totale di investimenti in titoli societari USA è stato nettamente più consistente. In secondo luogo, lo scorso anno si sono ampliati fortemente i flussi lordi fra i residenti degli Stati Uniti e quelli dei paesi dell'Europa occidentale. Mentre l'aumento dei deflussi lordi di fondi USA verso l'Europa occidentale è per lo più attribuibile a variazioni di valutazione sugli ingenti investimenti diretti in essere, l'incremento negli afflussi lordi dall'Europa occidentale è interamente dovuto ad un'espansione di \$33 miliardi delle vendite di titoli USA diversi da quelli del Tesoro. Questo enorme aumento rispecchia senza dubbio il ruolo dell'Europa occidentale come principale centro di emissione di obbligazioni internazionali; infatti circa l'80% dell'aumento, ossia \$26 miliardi, è derivato da vendite nette sul mercato di Londra, di cui una parte considerevole è però rappresentata da collocamenti presso investitori non residenti nel Regno Unito.

Il sempre più ampio squilibrio esterno negli Stati Uniti trova riscontro in certa misura nei crescenti avanzi delle partite correnti di Giappone e Germania.

La bilancia dei pagamenti correnti del Giappone ha continuato a rafforzarsi nel 1985, nonostante un netto rallentamento nella crescita dei mercati di esportazione giapponesi. L'avanzo corrente è aumentato di \$14,3 miliardi, ossia di un ammontare praticamente uguale a quello dei due anni precedenti, raggiungendo un livello record

Giappone: incidenza delle variazioni del volume e delle ragioni di scambio sui movimenti del saldo commerciale. Stime¹

Voci	1984	1985 ²				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
in miliardi di dollari USA						
Variazioni del saldo commerciale	13,1	12,5	1,5	2,7	3,9	4,4
dovute a variazioni in volume	8,9	7,3	2,4	2,9	2,5	- 0,5
volume delle esportazioni	23,0	6,2	3,0	2,4	0,9	- 0,1
volume delle importazioni ³	-14,1	1,1	- 0,6	0,5	1,5	- 0,4
dovute a variazioni nelle ragioni di scambio	4,2	5,2	- 0,9	- 0,3	1,4	5,0

¹ Sulla base dei dati doganali. ² Le variazioni trimestrali sono misurate sul trimestre corrispondente del 1984. ³ Il segno (-) indica un aumento delle importazioni in volume.

di \$49,3 miliardi. La maggior parte del miglioramento è derivata da un ampliamento di \$11,7 miliardi dell'attivo commerciale. Inoltre, il tradizionale disavanzo delle partite invisibili è diminuito di \$2,6 miliardi, soprattutto grazie ai più elevati redditi che derivano dai crescenti investimenti netti sull'estero del Giappone.

L'aumento dell'avanzo commerciale nel 1985 è stato, come nell'anno precedente, il risultato di andamenti favorevoli del volume e delle ragioni di scambio. Tuttavia, mentre il cambiamento nel saldo commerciale reale è stato pressoché della stessa ampiezza dell'anno precedente, le variazioni di volume sottostanti sono state profondamente diverse. Le esportazioni a prezzi costanti si erano espanse di ben \$23 miliardi nel 1984 mentre l'anno scorso l'aumento si è ridotto a \$6,2 miliardi. In presenza di una competitività internazionale praticamente invariata, la decelerazione nella crescita in volume delle esportazioni, dal 13% nel 1984 al 4% nel 1985, va ascritta essenzialmente al rallentamento nell'espansione dei mercati di esportazione del Giappone, da circa il 9% nel 1984 al 3,5% nel 1985. Il fatto che nel 1985 la bilancia commerciale abbia continuato a migliorare in misura sostanziale malgrado la più lenta crescita delle esportazioni reali è in gran parte dovuto agli andamenti delle importazioni in volume. Dopo essere aumentate di \$14,1 miliardi, ossia dell'11% nel 1984, le importazioni reali sono rimaste praticamente al livello dell'anno scorso. Ciò può essere attribuito in parte ad una più debole espansione in termini reali della domanda interna e della produzione industriale nel 1985, ma altri due fattori paiono aver frenato le importazioni. In primo luogo, risulta che vi siano state riduzioni delle scorte di materie prime e di petrolio, probabilmente in previsione di ulteriori diminuzioni dei prezzi delle materie prime. In secondo luogo, la minore crescita del volume di manufatti importati, da più del 20% nel 1984 ad appena il 2% nel 1985, può essere in una certa misura collegata all'andamento meno dinamico delle esportazioni, in quanto molti pezzi e componenti usati nella produzione di beni esportati provengono da unità di produzione situate all'estero.

Le variazioni di volume hanno costituito il fattore determinante del saldo commerciale nei primi tre trimestri del 1985. Nell'ultimo trimestre, tuttavia, quando è cessato il rafforzamento del saldo commerciale reale, un miglioramento molto ampio delle ragioni di scambio ha aumentato l'attivo di ben \$5 miliardi. Questo eccezionale andamento è stato dovuto sia alle variazioni dei prezzi all'esportazione in dollari, per effetto dell'apprezzamento dello yen, sia all'impatto favorevole del calo dei prezzi delle materie prime sui valori unitari all'importazione.

Nel 1985 in termini nominali le esportazioni del Giappone sono cresciute di \$5,6 miliardi, raggiungendo \$173,9 miliardi. Le vendite si sono accresciute sensibilmente soltanto in due mercati: le esportazioni verso gli Stati Uniti sono aumentate di \$5,4 miliardi; di una cifra analoga si sono incrementate anche quelle verso la Cina, dove un ambizioso programma di ristrutturazione economica ha indotto importazioni eccezionalmente ampie. Per contro, le esportazioni verso gli altri paesi in via di sviluppo, in particolare verso quelli esportatori di petrolio, sono in generale diminuite. Il valore delle importazioni del Giappone è sceso, lo scorso anno, di \$6,1 miliardi, passando a \$117,9 miliardi. La riduzione ha riguardato un gran numero di paesi. A prescindere dalla contrazione delle importazioni petrolifere dal Medio Oriente, i cali più rilevanti si sono avuti negli acquisti dai paesi del Sud-Est asiatico.

L'attivo dei pagamenti correnti è stato più che controbilanciato da deflussi netti di capitali che, includendo gli errori ed omissioni, hanno raggiunto il livello senza precedenti di \$ 50,7 miliardi, mentre la posizione monetaria ufficiale netta è peggiorata di \$ 1,4 miliardi. Fattori connessi ai tassi di interesse e aggiustamenti di portafoglio indotti dalla liberalizzazione e deregolamentazione dei mercati finanziari hanno di nuovo influenzato il collocamento all'estero dell'eccedenza del risparmio interno del Giappone. Il differenziale dei tassi di interesse a lungo termine a favore delle attività denominate in dollari è rimasto consistente nel 1985, sebbene si sia ristretto da più di 5 punti percentuali all'inizio del 1985 a poco meno di 4 punti alla fine dell'anno. Inoltre, la prospettiva di guadagni in conto capitale associata alle aspettative di un calo nei tassi di interesse, può aver fornito un ulteriore incentivo ai deflussi di capitale nella seconda metà del 1985.

Giappone: bilancia dei movimenti di capitali

Voci	1984	1985				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
in miliardi di dollari USA						
Saldo dei movimenti di capitali	-36,4	-54,6	- 8,4	-14,1	-13,5	-18,6
Capitali a lungo termine (netti)	-49,7	-64,8	-10,3	-17,2	-18,3	-19,0
Capitali di residenti	-56,8	-81,8	-14,6	-19,6	-22,7	-24,9
di cui:						
investimenti diretti all'estero	- 6,0	- 6,5	- 1,3	- 1,7	- 1,7	- 1,8
crediti commerciali	- 4,9	- 3,0	- 1,5	- 0,4	- 0,4	- 0,7
prestiti	-11,9	-10,4	- 3,3	- 1,0	- 2,6	- 3,5
titoli	-30,8	-59,8	- 8,4	-15,9	-17,1	-18,4
Capitali di non residenti	7,1	17,3	4,2	2,5	4,4	6,2
di cui:						
obbligazioni emesse all'estero	7,4	12,9	3,5	2,4	3,7	3,3
altri titoli	- 0,2	3,9	0,7	- 0,1	0,7	2,6
Capitali a breve termine (netti)	13,3	10,2	1,9	3,1	4,8	0,4
di cui:						
flussi bancari	17,6	10,8	2,5	3,0	3,8	1,5
Errori ed omissioni	3,7	3,9	1,7	1,8	- 0,4	0,8
Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta (= miglioramento)	- 2,3	1,4	- 0,1	- 1,1	0,9	1,7

Nota: il segno (-) indica un deflusso di capitali.

I massicci deflussi netti di capitali dal Giappone hanno continuato ad essere dominati dalle esportazioni di fondi a lungo termine dei residenti, aumentate da \$ 56,8 miliardi nel 1984 a \$ 81,8 miliardi nel 1985 (cfr. tabella precedente). Lo scorso anno gli acquisti di titoli esteri sono addirittura raddoppiati passando a \$ 59,8 miliardi, una cifra che corrisponde ad oltre il 70% dei deflussi totali di capitali a lungo termine. Questo andamento ha rispecchiato in misura considerevole l'ulteriore diversificazione del portafoglio da parte degli investitori istituzionali. Ad esempio, i dati di consistenza dei conti finanziari indicano che i titoli esteri detenuti da compagnie di assicurazione e in gestioni fiduciarie delle banche, i quali erano aumentati di \$ 10,2 miliardi nel 1984, sono cresciuti di ulteriori \$ 16,6 miliardi nel 1985. Allo stesso tempo, le banche e il settore delle imprese hanno incrementato in

misura doppia rispetto all'anno precedente i loro averi in titoli esteri. Come nel 1984, quasi la totalità dei titoli di nuova acquisizione è consistita in obbligazioni denominate in valuta estera: con l'ammontare di \$53,5 miliardi esse hanno rappresentato quasi il 90% degli acquisti di titoli esteri da parte di residenti nel 1985. Gli altri deflussi di fondi a lunga scadenza, per contro, sono scesi di \$4 miliardi portandosi a \$22 miliardi, soprattutto a causa di una diminuzione dei nuovi crediti commerciali e dei prestiti in yen erogati dalle banche giapponesi.

Anche gli investimenti di fondi a lunga scadenza in Giappone da parte di non residenti, che tradizionalmente assumono quasi per intero la forma di investimenti di portafoglio, sono aumentati in misura considerevole di \$10,2 miliardi, raggiungendo un totale di \$17,3 miliardi. La maggior parte dell'incremento è dovuto ai collocamenti di obbligazioni emesse all'estero da imprese giapponesi, sensibilmente cresciuti dopo che i criteri-guida sull'emissione di obbligazioni denominate in valuta estera con clausole di conversione in yen sono divenuti meno stringenti nell'aprile 1984. Oltre a ciò è stata abolita, nell'aprile 1985, la ritenuta alla fonte sugli interessi dovuti ai non residenti detentori di titoli in euroyen. Tuttavia, fino ad ora i mutuatari giapponesi hanno trovato più vantaggioso emettere titoli in valuta estera con clausole di *swaps*. Le emissioni di euroyen hanno rappresentato solo una piccola parte delle vendite complessive di obbligazioni emesse all'estero nel 1985.

Come nel 1984, i movimenti di capitali a breve hanno in una certa misura compensato i deflussi netti di fondi a lungo termine. I deflussi bancari netti a breve scadenza sono scesi di \$6,8 miliardi; il loro ammontare, di \$10,8 miliardi, resta comunque considerevolmente superiore a quello registrato anteriormente all'abolizione delle restrizioni alla conversione di valuta in yen da parte delle banche, nel 1984. Un fattore che può contribuire a spiegare il più basso livello di afflussi bancari a breve termine può esser stato la raccolta di fondi in dollari USA per finanziare gli acquisti di strumenti a lunga scadenza denominati in questa moneta, ivi comprese le obbligazioni a tasso variabile (FRNs). I deflussi netti dovuti ad altre transazioni — che comprendono i crediti commerciali non bancari a breve e le operazioni in titoli a breve — l'anno scorso si sono praticamente esauriti.

Lo scorso anno l'eccedenza delle partite correnti della *Germania* si è raddoppiata, raggiungendo \$13,9 miliardi, principalmente a causa dell'andamento assai positivo dell'interscambio mercantile. L'aumento di \$6,9 miliardi nell'avanzo commerciale, passato a \$28,1 miliardi — l'ammontare più elevato mai registrato in termini di dollari correnti — può essere ricondotto alla favorevole variazione delle quantità cui va aggiunto un miglioramento dell'1,5% nelle ragioni di scambio. Tuttavia, l'incidenza relativa dei fattori quantità e prezzo sui movimenti del saldo commerciale è cambiata in modo considerevole nel corso del 1985. Nella prima metà dell'anno, l'esuberanza dei mercati di esportazione, unitamente alla posizione concorrenziale particolarmente forte della *Germania* si è risolta in notevoli incrementi nel volume delle esportazioni, e l'eccedenza commerciale è aumentata considerevolmente in termini reali. Allorché queste influenze positive, dopo metà anno, hanno cominciato a venir meno — la crescita delle esportazioni in volume ha subito una decelerazione notevole nella seconda metà del 1985 — il saldo commerciale ha iniziato a beneficiare del netto miglioramento dei prezzi relativi dell'interscambio.

Germania: incidenza delle variazioni del volume e delle ragioni di scambio sui movimenti del saldo commerciale. Stime¹

Voci	1984	1985 ²				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
in miliardi di dollari USA						
Variazioni del saldo commerciale	2,2	6,9	~ 0,1	2,8	2,0	2,0
dovute a cambiamenti nel volume	7,4	3,9	1,3	3,2	0,4	- 1,0
volume delle esportazioni	15,6	10,1	2,4	4,1	2,8	0,8
volume delle importazioni ³	- 8,2	- 6,2	- 1,1	- 0,9	- 2,4	- 1,8
dovute a cambiamenti nelle ragioni di scambio	- 5,2	2,9	- 1,4	- 0,3	1,6	3,0

¹ Sulla base di dati doganali. ² Le variazioni trimestrali sono misurate sul trimestre corrispondente del 1984. ³ Il segno (-) indica un aumento delle importazioni in volume.

Nel complesso dell'anno, il volume delle esportazioni è aumentato del 6%, ossia in misura sensibilmente superiore alla crescita, pari al 4%, dei mercati di esportazione. Il corrispondente guadagno di quote di mercato va principalmente attribuito alla competitività internazionale della Germania che, nonostante l'apprezzamento del marco a partire da febbraio, nel 1985 è rimasta in media pressoché invariata. L'aumento delle esportazioni reali di prodotti manufatti, che rappresentano il 90% delle esportazioni tedesche, è stato particolarmente pronunciato; i più ampi incrementi riguardano le vendite agli Stati Uniti (16,1%), al Regno Unito (10,4%) ed all'Italia (7,6%). Per contro, le vendite sul principale mercato di esportazione della Germania, la Francia, sono aumentate soltanto dell'1,2% in quanto questo paese ha perseguito politiche di restrizione della domanda fino a metà del 1985. Il volume delle importazioni tedesche è cresciuto di

Germania: bilancia dei movimenti di capitali identificati

Voci	1984	1985				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
in miliardi di dollari USA						
Totale dei movimenti di capitali identificati (netti)	-10,7	-16,2	- 4,8	- 3,1	- 0,2	- 8,1
Capitali a lungo termine (netti)	- 5,3	- 2,1	- 0,9	0,0	- 0,7	- 0,5
Operazioni in titoli	0,6	3,7	0,9	1,3	0,9	0,6
Titoli esteri	- 5,4	-10,9	- 1,7	- 1,9	- 3,3	- 4,0
Titoli sull'interno*	6,0	14,6	2,6	3,2	4,2	4,6
Altri capitali a lungo termine (netti)	- 5,9	- 5,8	- 1,8	- 1,3	- 1,6	- 1,1
Investimenti diretti	- 2,1	- 2,8	- 0,3	- 0,4	- 0,7	- 1,4
Flussi bancari (netti)	- 1,8	- 0,6	- 1,1	0,3	0,0	0,2
Altri (netti)	- 2,0	- 2,4	- 0,4	- 1,2	- 0,9	0,1
Capitali a breve termine	- 5,4	-14,1	- 3,9	- 3,1	0,5	- 7,6
Flussi bancari (netti)	0,3	-10,0	- 2,0	- 1,4	0,2	- 6,8
Altri	- 5,7	- 4,1	- 1,9	- 1,7	0,3	- 0,8

Nota: il segno (-) indica un deflusso di capitali.

* Inclusi i certificati di credito (Schuldscheine) di enti pubblici nazionali.

oltre il 4%. Considerata l'espansione piuttosto modesta della domanda interna in termini reali, ciò indica la persistenza di un'elasticità alquanto elevata delle importazioni rispetto al reddito. In effetti, l'aumento nelle importazioni reali ha interessato in modo uniforme tutti i principali gruppi di prodotti, ad eccezione dei carburanti. I mutamenti nella struttura dell'interscambio per aree geografiche indicano che i paesi della CEE sono stati i principali beneficiari della più elevata domanda di importazioni della Germania.

L'aumento nell'avanzo dei pagamenti correnti è stato ampiamente controbilanciato da un incremento nei deflussi netti di capitali dalla Germania, mentre la posizione monetaria ufficiale netta, esclusi gli aggiustamenti di cambio, è migliorata solo di \$ 1,2 miliardi. Come si rileva dalla tabella precedente, la struttura dei movimenti dei capitali identificati è cambiata nettamente da un anno all'altro. Nel 1984 i deflussi totali netti, pari a \$ 10,7 miliardi, erano ripartiti in misura grosso modo uguale fra le esportazioni di capitali a breve e a lungo termine. Nel 1985, invece, la parte preponderante è costituita dai deflussi di capitale a breve, mentre il volume delle esportazioni nette di capitali a lungo termine è sceso di \$ 3,2 miliardi portandosi a \$ 2,1 miliardi.

L'aspetto più degno di nota dei movimenti di capitali a lungo termine è stato l'ingente incremento dei flussi di portafoglio sia in entrata che in uscita. Gli acquisti di titoli esteri da parte dei residenti tedeschi sono raddoppiati passando a \$ 10,9 miliardi, di cui quasi i due terzi sono stati costituiti da obbligazioni in valuta estera. I loro rendimenti relativamente alti hanno continuato ad attrarre gli investitori tedeschi, malgrado la tendenza all'apprezzamento del marco tedesco. Allo stesso tempo, aspettative favorevoli circa il corso futuro del marco tedesco e modifiche fiscali ed amministrative, fra cui l'abolizione dell'imposta cedolare nell'autunno del 1984 e l'autorizzazione di nuovi strumenti finanziari quali le obbligazioni a cedola zero e a tasso variabile, hanno fornito un forte incentivo alla domanda di titoli tedeschi da parte di non residenti, e gli acquisti sono saliti dai \$ 6 miliardi del 1984 al nuovo livello record di \$ 14,6 miliardi nel 1985. La considerevole espansione nei deflussi e negli afflussi per transazioni in titoli si è accompagnata ad importanti cambiamenti nella loro distribuzione geografica. A partire dalla primavera, la domanda dei residenti tedeschi si è spostata verso i titoli denominati in monete diverse dal dollaro USA e sono cresciuti in modo particolarmente forte gli investimenti di portafoglio verso i paesi europei, sia all'interno che all'esterno della CEE. L'aumentata domanda di titoli tedeschi è provenuta quasi interamente da paesi europei.

Principalmente a causa di esportazioni di fondi bancari, nel 1985 i deflussi netti di capitali a breve termine si sono più che raddoppiati, raggiungendo l'ammontare di \$ 14,1 miliardi. Le passività sull'estero delle banche sono aumentate di \$ 2,7 miliardi, mentre le loro attività esterne si sono accresciute di \$ 12,7 miliardi. Questa marcata espansione delle attività, di cui una parte preponderante è attribuibile a posizioni interbancarie, può essere in certa misura collegata al concatenarsi di operazioni di segno opposto. Infatti, l'acquisizione di attività a lungo termine in marchi tedeschi da parte di non residenti pare essere stata finanziata in parte con prelievi su disponibilità a breve detenute presso banche estere che, a loro volta, hanno reintegrato le proprie passività con fondi a breve mutuati presso il settore bancario tedesco.

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

Nel 1985 i saldi correnti degli altri paesi del Gruppo dei Dieci mostrano dei cambiamenti molto meno marcati di quelli delle tre maggiori economie di questo gruppo. In generale, la crescita in volume dell'interscambio è considerevolmente rallentata e quasi tutti i paesi hanno beneficiato in varia misura di favorevoli andamenti delle ragioni di scambio.

Il miglioramento piú ampio è stato registrato nel *Regno Unito*, dove nel 1985 il disavanzo commerciale si è piú che dimezzato passando a \$2,5 miliardi, e l'eccedenza corrente è aumentata di \$2,9 miliardi raggiungendo \$4,1 miliardi. La riduzione nel disavanzo commerciale risulta da un aumento di \$1,4 miliardi nell'eccedenza petrolifera e da un calo di \$1,8 miliardi nel deficit commerciale non petrolifero. Entrambi questi andamenti sono stati in gran parte conseguenza della fine dello sciopero dei minatori, che nel 1984 aveva fatto peggiorare la bilancia commerciale di una cifra stimabile in \$2 miliardi. Oltre a ciò, tuttavia, l'economia del Regno Unito ha mostrato di risentire gli effetti ritardati del calo del tasso di cambio effettivo reale della sterlina del 1984. Lo scorso anno le esportazioni non petrolifere sono cresciute di piú del 5% in volume, ossia in misura considerevolmente superiore all'espansione dei mercati di esportazione del Regno Unito, mentre l'aumento in volume delle importazioni non petrolifere è sceso dal 10% nel 1984 al 3,5%, malgrado le condizioni in termini di domanda interna siano rimaste sostanzialmente invariate nei due anni. Il tradizionale avanzo delle partite invisibili è leggermente diminuito nel 1985, in quanto le maggiori entrate nette sui servizi sono state piú che compensate da una caduta nei redditi netti da capitale e dagli accresciuti trasferimenti alla CEE.

In *Francia* la bilancia delle partite correnti si è rafforzata di \$1,5 miliardi, mostrando un saldo attivo di \$0,6 miliardi, quasi interamente come conseguenza di un miglioramento del saldo delle partite invisibili dovuto ad un incremento delle esportazioni nette di servizi. Il disavanzo commerciale è leggermente diminuito, scendendo a \$4,5 miliardi, in quanto l'influenza delle variazioni favorevoli nelle ragioni di scambio ha piú che compensato il deterioramento del saldo commerciale reale. L'andamento divergente degli effetti di prezzo e di quantità è divenuto particolarmente pronunciato nella seconda metà dell'anno, quando all'influenza sfavorevole di una debole posizione competitiva internazionale si è sommata una ripresa della domanda interna, così che il saldo commerciale a prezzi costanti è peggiorato di oltre \$3 miliardi, rispetto al corrispondente semestre del 1984. Nella seconda metà dell'anno il ritmo di crescita del volume di importazioni è accelerato e ha superato il 6%, mentre le esportazioni reali si sono accresciute solo dell'1%. Durante lo stesso periodo la combinazione dell'apprezzamento effettivo del franco francese e della diminuzione dei prezzi delle materie prime ha causato un miglioramento molto ampio nelle ragioni di scambio. In *Belgio*, così come in Francia, un rafforzamento del saldo delle partite invisibili e un miglioramento nelle ragioni di scambio hanno fatto sí che la bilancia corrente passasse dal pareggio registrato nel 1984 a un avanzo di \$0,6 miliardi nel 1985.

Anche nei due paesi del Gruppo dei Dieci con le piú ampie eccedenze in rapporto al PNL, la posizione delle partite correnti è ulteriormente migliorata. In *Svizzera* una forte crescita, pari all'8%, delle esportazioni in volume ha costituito il fattore fondamentale alla base dell'aumento di \$0,7 miliardi nell'avanzo corrente

Saldi delle partite correnti

Paesi ed aree	Saldo commerciale (f.o.b.)			Saldo delle partite invisibili			Saldo delle partite correnti		
	1983	1984	1985	1983	1984	1985	1983	1984	1985
	in miliardi di dollari USA								
Canada	14,9	16,5	13,3	-13,5	- 14,6	-15,2	1,4	1,9	- 1,9
Francia	- 8,7	- 4,7	- 4,5	3,5	3,8	5,1	- 5,2	- 0,9	0,6
Germania	20,7	21,2	28,1	-16,4	- 14,5	-14,2	4,3	6,9	13,9
Giappone	31,5	44,3	56,0	-10,7	- 9,3	- 6,7	20,8	35,0	49,3
Italia	- 3,2	- 6,1	- 7,0	3,8	3,2	2,8	0,6	- 2,9	- 4,2
Paesi Bassi	4,3	5,5	5,6	0,0	- 0,3	- 0,1	4,3	5,2	5,5
Regno Unito	- 1,3	- 5,7	- 2,5	6,1	6,9	6,6	4,8	1,2	4,1
Stati Uniti	-67,2	-114,1	-124,3	21,2	6,7	6,6	-46,0	-107,4	-117,7
Svezia	2,0	3,5	2,5	- 3,0	- 3,1	- 3,5	- 1,0	0,4	- 1,0
Svizzera	- 2,8	- 2,9	- 2,4	6,6	6,7	6,9	3,8	3,8	4,5
UEBL ¹	- 1,9	- 1,2	- 0,3	1,4	1,2	0,9	- 0,5	0,0	0,6
<i>Paesi del Gruppo dei Dieci</i>	<i>-11,7</i>	<i>- 43,7</i>	<i>- 35,5</i>	<i>- 1,0</i>	<i>- 13,3</i>	<i>-10,8</i>	<i>-12,7</i>	<i>- 57,0</i>	<i>- 46,3</i>
Australia	0,0	- 0,8	- 1,6	- 5,9	- 7,5	- 7,0	- 5,9	- 8,3	- 8,6
Austria	- 3,4	- 3,5	- 3,1	3,6	2,9	3,0	0,2	- 0,6	- 0,1
Danimarca	0,2	- 0,2	- 1,0	- 1,4	- 1,4	- 1,6	- 1,2	- 1,6	- 2,6
Finlandia	0,2	1,5	1,0	- 1,1	- 1,5	- 1,6	- 0,9	0,0	- 0,6
Grecia	- 4,3	- 4,2	- 5,0	2,4	2,1	1,7	- 1,9	- 2,1	- 3,3
Irlanda	- 0,2	0,2	0,5	- 1,0	- 1,1	- 1,1	- 1,2	- 0,9	- 0,6
Islanda	0,0	0,0	0,0	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1
Jugoslavia	- 1,2	- 1,7	- 1,6	1,5	2,2	2,4	0,3	0,5	0,8
Norvegia	4,2	5,1	4,5	- 2,2	- 1,9	- 1,5	2,0	3,2	3,0
Nuova Zelanda	0,2	- 0,1	0,1	- 1,3	- 1,3	- 1,3	- 1,1	- 1,4	- 1,2
Portogallo	- 2,4	- 2,1	- 1,5	1,4	1,6	1,8	- 1,0	- 0,5	0,3
Spagna	- 7,4	- 4,1	- 3,9	4,9	6,4	6,9	- 2,5	2,3	3,0
Sudafrica	4,1	2,1	6,0	- 3,7	- 3,2	- 2,9	0,4	- 1,1	3,1
Turchia	- 3,0	- 2,9	- 2,7	1,1	1,5	1,9	- 1,9	- 1,4	- 0,8
<i>Altri paesi industriali</i>	<i>-13,0</i>	<i>- 10,7</i>	<i>- 8,3</i>	<i>- 1,8</i>	<i>- 1,3</i>	<i>0,6</i>	<i>-14,8</i>	<i>- 12,0</i>	<i>- 7,7</i>
<i>Totale paesi industriali</i>	<i>-25</i>	<i>- 54</i>	<i>- 44</i>	<i>- 3</i>	<i>- 15</i>	<i>-10</i>	<i>-28</i>	<i>- 69</i>	<i>- 54</i>
Paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente ²	33	34	33	-45	- 47	-40	-12	- 13	- 7
Altri PVS	-10	21	10	-33	- 40	-38	-43	- 19	- 28
America Latina	29	37	34	-39	- 40	-38	-10	- 3	- 4
Asia	-18	- 4	- 14	4	- 1	- 1	-14	- 5	- 15
Altri	-21	- 12	- 10	2	1	1	-19	- 11	- 9
<i>Totale PVS</i>	<i>23</i>	<i>55</i>	<i>43</i>	<i>-78</i>	<i>- 87</i>	<i>-78</i>	<i>-55</i>	<i>- 32</i>	<i>- 35</i>
Paesi dell'Europa orientale ³	8	10	3	- 3	- 3	- 2	5	7	1
Totale complessivo	6	11	2	-84	-105	-90	-78	- 94	- 88

¹ Unione economica belgo-lussemburghese. ² Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Oman, Qatar. ³ Bulgaria, Cecoslovacchia, Polonia, Repubblica Democratica Tedesca, Romania, Ungheria e URSS.

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

che, con un ammontare di \$4,5 miliardi, nel 1985 ha raggiunto il 4,5% del PNL. Nei *Paesi Bassi* l'eccedenza corrente è aumentata leggermente, passando a \$5,5 miliardi nel 1985, una cifra equivalente al 4% del PNL, rispetto al 2% della Germania e ad oltre il 3,5% del Giappone.

Tre paesi hanno fatto segnare un indebolimento della posizione verso l'estero nel 1985. Il deterioramento più ampio si è avuto in *Canada*, dove la bilancia corrente è peggiorata di \$3,8 miliardi, passando ad un disavanzo di \$1,9 miliardi. Questa variazione è essenzialmente dovuta ad un calo di \$3,2 miliardi nell'avanzo commerciale, che in notevole misura deve essere ascritto alla sostenutezza della domanda interna. Le importazioni in volume si sono espanse dell'8%, mentre la crescita delle esportazioni reali, frenata dal rallentamento dell'attività economica negli Stati Uniti, è stata di solo il 4%. Inoltre, si è avuta una leggera variazione negativa nelle ragioni di scambio. Fattori analoghi sono alla base della ricomparsa di un disavanzo di \$1 miliardo nelle partite correnti della *Svezia*. In particolare, la pressione della domanda interna ha indotto un aumento del 9% nelle importazioni reali, che ha sopravanzato i favorevoli effetti di un'espansione del 3% nelle esportazioni in volume e di un miglioramento dell'1% nelle ragioni di scambio.

In *Italia* nel 1985 il disavanzo delle partite correnti si è ampliato di \$1,3 miliardi, portandosi a \$4,2 miliardi, essenzialmente come risultato di un aumento del deficit commerciale. Tuttavia, la maggior parte del disavanzo dell'interscambio mercantile si è avuto nei primi sei mesi dell'anno. Nella seconda metà dell'anno, un rallentamento nella crescita della domanda interna e una inversione di tendenza nelle aspettative di cambio dopo il riallineamento della lira nel meccanismo dei cambi dello SME, nel luglio scorso, hanno causato un rallentamento nella crescita delle importazioni in volume e un vigoroso aumento nel volume di esportazioni. Di conseguenza, il saldo delle partite correnti è passato da un disavanzo di \$5,4 miliardi nella prima metà del 1985 ad un avanzo di \$1,2 miliardi nel secondo semestre.

Gli afflussi netti di capitali nei paesi del Gruppo dei Dieci sono diminuiti considerevolmente: da \$65,2 miliardi del 1984 a \$48,2 miliardi del 1985 (cfr. tabella seguente). Tuttavia, questo andamento è principalmente attribuibile all'aumento dei deflussi netti di fondi dal Giappone e dalla Germania, che hanno più che compensato l'incremento degli afflussi netti di capitale negli Stati Uniti. Questi movimenti di fondi sono stati trattati in modo particolareggiato nella sezione precedente.

Considerando brevemente la struttura dei flussi di capitale negli altri paesi del Gruppo dei Dieci, la tabella distingue due gruppi. I "Paesi eccedentari" comprendono i Paesi Bassi, la Svizzera e il Regno Unito, tutti paesi che negli ultimi due anni hanno fatto registrare un saldo positivo delle partite correnti. Negli "Altri paesi", ossia Belgio, Canada, Francia, Italia e Svezia, durante lo stesso periodo la bilancia corrente è stata in disavanzo o pressoché in equilibrio.

Nell'ultimo biennio, i tre paesi caratterizzati da una posizione corrente relativamente forte sono stati esportatori di capitali a lungo termine su vasta scala. Nel *Regno Unito* lo scorso anno i deflussi netti di capitali a lungo termine sono aumentati di \$1,8 miliardi, passando a \$17,9 miliardi. Una diminuzione di \$1,5 miliardi nelle uscite nette per investimenti diretti è stata più che compensata da un

incremento di \$4 miliardi nelle esportazioni nette di fondi per investimenti di portafoglio. I non residenti hanno aumentato la loro acquisizione di titoli del Regno Unito di \$4 miliardi, portandone il totale a \$5,5 miliardi, ma allo stesso tempo le banche e gli investitori istituzionali del Regno Unito hanno incrementato di \$8 miliardi i loro acquisti di titoli esteri, che sono ammontati così alla cifra record di \$19,8 miliardi. In Svizzera gli acquisti netti di titoli esteri, l'unica forma di movimenti di capitali identificati a lungo termine, sono aumentati di \$2 miliardi nel 1985, passando a \$14 miliardi. Per contro, nei Paesi Bassi i movimenti netti per operazioni di portafoglio sono rimasti di entità trascurabile e l'aumento di \$0,7 miliardi nei deflussi netti totali di capitali a lungo termine, il cui totale è stato di \$3,7 miliardi, è dovuto ad un incremento negli investimenti netti diretti all'estero. Nei paesi che nel passato biennio hanno mostrato una posizione corrente meno forte, la somma dei saldi dei movimenti di capitali a lunga scadenza è cambiata relativamente poco fra il 1984 e il 1985.

Paesi del Gruppo dei Dieci: struttura dei flussi di capitali

Paesi e voci	1984	1985
	in miliardi di dollari USA	
Totale dei movimenti di capitali (netti)	65,2	48,2
Stati Uniti ¹	107,6	123,6
Germania e Giappone ¹	-40,3	-63,5
Altri paesi del Gruppo dei Dieci	- 2,1	-11,9
Capitali a lungo termine (netti)	-28,6	-31,1
Paesi eccedentari ²	-31,1	-35,6
Altri paesi ³	2,5	4,5
Capitali a breve termine (netti) ⁴	26,5	19,2
Paesi eccedentari	19,9	22,0
Altri paesi ²	6,6	- 2,8

Note: il segno (-) indica un deflusso di capitali.

¹ Totale dei movimenti di capitali, inclusi errori ed omissioni. ² Paesi Bassi, Regno Unito e Svizzera. ³ Belgio, Canada, Francia, Italia e Svezia. ⁴ Inclusi errori ed omissioni.

I considerevoli afflussi di fondi a breve (inclusi errori ed omissioni) negli "Altri paesi del Gruppo dei Dieci" nel 1984 e nel 1985 sono dovuti principalmente al persistere di ampi afflussi non identificati in Svizzera e di importazioni di capitale nel Regno Unito da parte delle banche e, per quanto riguarda il 1985, anche da parte di operatori non bancari. Lo scorso anno la più grande variazione nei movimenti di capitale a breve, tuttavia, è stata quella registrata in Italia dove, secondo le stime, si è passati da afflussi netti per \$5,6 miliardi nel 1984 a deflussi netti per \$5,5 miliardi. Questi si sono avuti principalmente nella seconda metà dell'anno, in parte perché le banche hanno ridotto le proprie passività nette sull'estero, in linea con i limiti stabiliti un anno prima, e in parte a causa di periodiche pressioni sulla lira. Per contrastare tali pressioni le autorità sono intervenute massicciamente sui mercati valutari, così che la posizione monetaria ufficiale netta dell'Italia ha fatto segnare una perdita di \$7,2 miliardi, che costituisce l'unico deterioramento di ampia misura registrato nel 1985 in un paese del Gruppo dei Dieci.

Gli andamenti delle bilance dei pagamenti negli altri gruppi di paesi

Nei *paesi industriali esterni al Gruppo dei Dieci*, nel 1985 il disavanzo aggregato delle partite correnti è stato quasi dimezzato, scendendo a \$7,7 miliardi, ossia al livello più basso dal primo *shock* petrolifero. In generale, i paesi di questo gruppo sono stati in grado di mantenere sostenuto il ritmo di crescita delle esportazioni in volume che, con una media di circa il 5%, è stato quasi il doppio del tasso di incremento dell'interscambio mondiale. Le importazioni in volume sono aumentate mediamente in misura assai minore, probabilmente non molto di più del 2,5%, ma ciò è stato in gran parte la conseguenza di una netta contrazione nelle importazioni reali del Sudafrica, mentre nella maggior parte degli altri paesi il ritmo di incremento delle importazioni in volume è stato all'incirca pari a quello delle esportazioni reali.

In effetti, il rafforzamento della posizione corrente aggregata di questi paesi nel 1985 è stato principalmente dovuto ad un capovolgimento di \$4,2 miliardi nella bilancia corrente del Sudafrica, risultata eccedente per \$3,1 miliardi. La maggior parte di questa variazione è costituita da un miglioramento del saldo commerciale, in quanto la fortissima riduzione delle importazioni, pari a \$4,3 miliardi, ha più che compensato un calo di \$0,4 miliardi nei proventi delle esportazioni, principalmente a causa dei minori introiti dalle vendite di oro. I principali fattori alla base di questa evoluzione sono costituiti dall'orientamento restrittivo nella gestione della domanda interna e da un deprezzamento del 50% del rand in presenza di difficoltà nel servizio del debito esterno.

All'interno del gruppo il peggioramento più ampio delle partite correnti nel 1985 è stato quello della Grecia, il cui disavanzo è aumentato di \$1,2 miliardi, salendo a \$3,3 miliardi, pari al 10% del PNL. Una forte crescita delle importazioni indotta da una rapida espansione della spesa pubblica, unitamente ai ridotti proventi da esportazioni, ha determinato un aumento di \$0,8 miliardi del disavanzo commerciale; oltre a ciò, gli introiti netti dalle partite invisibili sono scesi di \$0,4 miliardi. Di fronte ad una posizione esterna insostenibile, nell'ottobre 1985 le autorità greche hanno adottato un programma di stabilizzazione economica che includeva vari provvedimenti di restrizione della domanda e una svalutazione della dracma del 15%.

Negli altri paesi del gruppo, nel 1985 i cambiamenti nelle posizioni correnti sono stati relativamente modesti e non hanno influenzato in modo significativo l'assetto generale delle eccedenze e dei disavanzi. Spagna e Norvegia hanno nuovamente registrato attivi considerevoli delle partite correnti, pari a \$3 miliardi ciascuna, e il deficit corrente dell'Australia, ammontato a \$8,6 miliardi, ha superato il 5% del PNL.

Il miglioramento nella posizione corrente aggregata degli "Altri paesi industriali" è stato accompagnato da un calo degli afflussi netti totali di capitali, da circa \$19 miliardi nel 1984 a \$14 miliardi nel 1985. L'intera riduzione pare essersi avuta negli afflussi di capitali non bancari. L'indebitamento verso le banche dichiaranti alla BRI, al netto della variazione dei depositi, è aumentato lo scorso anno di \$2,8 miliardi. Nel 1984, per contro, questi paesi avevano ridotto di \$4,9 miliardi il proprio indebitamento netto, depurato degli effetti di cambio, nei confronti delle banche dichiaranti. Lo scorso anno le riserve ufficiali non auree,

valutate ai tassi di cambio di fine anno, sono aumentate di \$7 miliardi, ovvero praticamente dello stesso ammontare dell'anno precedente.

Si può stimare che il saldo attivo aggregato delle partite correnti dei paesi dell'*Europa orientale* si sia ridotto da \$7 miliardi nel 1984 a meno di \$1 miliardo. La variazione ha avuto origine interamente nella bilancia commerciale ed è principalmente attribuibile ad un brusco calo delle esportazioni verso i paesi industriali del mondo occidentale. Queste sono scese da \$42 miliardi nel 1984 a \$34 miliardi nel 1985, mentre le importazioni sono diminuite soltanto di \$1 miliardo, ammontando a \$33 miliardi. Il deterioramento più marcato si è avuto in Unione Sovietica, la cui bilancia corrente è passata in disavanzo per una cifra di circa \$1,5 miliardi, in quanto il saldo commerciale, nei confronti sia dei paesi dell'Est sia di quelli occidentali, è peggiorato a causa dei ridotti proventi delle esportazioni di energia. Mentre nei due anni precedenti i paesi dell'Europa orientale avevano ridotto il loro indebitamento netto nei confronti delle banche dichiaranti alla BRI, nel 1985 la variazione sfavorevole nel saldo corrente si è accompagnata ad una ripresa dell'indebitamento esterno. Lo scorso anno i crediti netti delle banche dichiaranti nei confronti dei paesi dell'Europa orientale sono aumentati di \$2,7 miliardi, al netto degli effetti di cambio. I nuovi prestiti accordati dalle banche sono stati \$5,4 miliardi, dei quali \$3,7 miliardi sono stati costituiti da fondi mutuati all'Unione Sovietica. Allo stesso tempo sia l'Unione Sovietica sia gli altri paesi dell'Europa orientale hanno ulteriormente accresciuto i propri depositi, rispettivamente di \$0,9 miliardi e \$1,7 miliardi.

Gli andamenti delle bilance dei pagamenti nei paesi in via di sviluppo

Dopo due anni di netti miglioramenti, l'anno scorso la posizione sull'estero dei *paesi in via di sviluppo* si è nuovamente indebolita. L'aumento di \$3 miliardi nel disavanzo corrente aggregato, ammontato a \$35 miliardi, è stato di per sé piuttosto modesto, ma ciò è dovuto principalmente al fatto che è stato contenuto da una decelerazione della crescita del reddito. Il peggioramento è in primo luogo attribuibile a condizioni meno favorevoli sui mercati di esportazione, che hanno indotto una contrazione di \$12 miliardi dell'avanzo commerciale aggregato, sceso a \$43 miliardi. Le esportazioni reali, che erano cresciute del 6,5% nel 1984, si sono ridotte dell'1% e, a causa del forte calo dei prezzi delle materie prime, le ragioni di scambio sono peggiorate del 2%. L'impatto sulla posizione corrente della netta riduzione dei proventi da esportazioni è stato in parte mitigato da una diminuzione dell'1% nel volume delle importazioni di beni, che ha praticamente annullato l'aumento in volume dell'anno precedente e, in parte, dal calo di \$9 miliardi nel disavanzo in conto servizi e trasferimenti. Il restringimento del disavanzo delle partite invisibili ha riflesso in misura modesta gli effetti dei più bassi tassi di interesse sugli oneri del servizio del debito, mentre è stato principalmente il risultato di un calo degli esborsi per servizi e di maggiori entrate nette per trasferimenti.

Come negli anni precedenti, la composizione delle esportazioni, l'orientamento verso i mercati esteri e, non da ultimo, il grado di intensità dei vincoli posti al finanziamento esterno hanno nuovamente prodotto risultati decisamente differenziati nelle partite correnti dei singoli paesi di questo gruppo. Alcuni di questi andamenti divergenti possono essere rilevati dalla tabella che segue,

che suddivide le variazioni nel saldo corrente aggregato dei diversi gruppi di PVS in tre componenti: l'effetto delle variazioni nel potere d'acquisto delle esportazioni (ossia il valore delle esportazioni deflazionato con i valori unitari delle importazioni, che misura l'effetto congiunto delle variazioni nel volume delle esportazioni e nelle ragioni di scambio), l'influsso dei movimenti delle importazioni reali e quello dei saldi in conto servizi e trasferimenti. I paesi sono raggruppati per aree geografiche, ad eccezione dei paesi del Medio Oriente che non esportano petrolio, compresi fra gli "Altri PVS" unitamente ai paesi africani. Anche se questo raggruppamento non può tener pienamente conto della specificità delle singole economie, esso riflette in qualche misura la presenza di un certo numero di caratteristiche strutturali comuni alla maggioranza dei paesi nelle singole aree.

Paesi in via di sviluppo: componenti delle variazioni delle partite correnti. Stime¹

Aree	Variazioni nel saldo delle partite correnti		Incidenza della variazione nel					
	1984	1985	potere d'acquisto delle esportazioni ²		volume di importazioni		saldo dei servizi e trasferimenti	
			1984	1985	1984	1985	1984	1985
in miliardi di dollari USA								
Paesi in via di sviluppo	23	- 3	38	-16	- 6,5	4	-8,5	9
Paesi petroliferi del Medio Oriente	- 0,5	5,5	- 6	-15	8	14	-2,5	6,5
America Latina	6,5	- 1	11	- 5	- 2,5	1	-2	3
Asia	9,5	-10	27	3	-13,5	-12,5	-4	-0,5
Altri PVS	7,5	3	6	1	1,5	1,5	0	0,5

¹ Dati basati sulle informazioni contenute nel "World Economic Outlook" del FMI, aprile 1986. ² Valore delle esportazioni deflazionato con il valore unitario delle importazioni.

I paesi petroliferi del Medio Oriente sono stati gli unici, fra i PVS, a registrare un considerevole miglioramento aggregato delle partite correnti nel 1985. Di fronte ad una sostanziale perdita di potere di acquisto delle esportazioni per il secondo anno consecutivo, questi paesi hanno ulteriormente inasprito le politiche di contenimento delle importazioni e, nel 1985, sono riusciti a ridurre il loro disavanzo corrente complessivo di \$ 5,5 miliardi, portandolo a \$ 7,5 miliardi. Il calo del potere di acquisto delle esportazioni, equivalente a \$ 6 miliardi nel 1984 e a \$ 15 miliardi nel 1985, è principalmente attribuibile alla contrazione della domanda di petrolio, cui si è sommata una ulteriore diminuzione delle quote di mercato. Il volume delle esportazioni è calato in questi due anni rispettivamente del 4,5 e del 7,5%; inoltre, nel 1985, le ragioni di scambio sono peggiorate del 4,5%. In risposta a tali andamenti, il volume delle importazioni è stato drasticamente ridotto, del 9% nel 1984 e del 15,5% nel 1985, il che ha comportato un effetto positivo sul saldo commerciale pari a circa \$ 8 miliardi e \$ 14 miliardi rispettivamente. Le riduzioni attuate lo scorso anno hanno riguardato anche i servizi e le rimesse all'estero dei lavoratori stranieri, contribuendo a migliorare il saldo delle partite invisibili di \$ 6,5 miliardi. La situazione per il gruppo nel suo complesso è tuttavia stata in gran parte determinata dalla bilancia corrente dell'Arabia Saudita che, avendo sopportato il peso maggiore dei tagli nella produzione di petrolio, ha contratto un disavanzo delle

partite correnti stimato in \$24 miliardi nel 1984 e in \$20 miliardi nel 1985. Per contro il Kuwait pare aver mantenuto una cospicua eccedenza corrente, stimabile in circa \$5 miliardi in ciascuno dei due anni passati.

Nonostante alcune differenze significative nella struttura delle esportazioni, i paesi dell'*America Latina*, compresa l'area dei Caraibi, presentano tre aspetti comuni. In primo luogo, la maggioranza dei paesi dipende in misura notevole dalle esportazioni di materie prime non petrolifere, sebbene Messico e Venezuela siano anche importanti esportatori di petrolio; in secondo luogo, l'interscambio dei paesi dell'*America Latina* è fortemente orientato verso i mercati dell'*America del Nord*. In terzo luogo, molti paesi in questa area hanno avuto problemi nel servizio del debito e difficoltà di finanziamento. Di conseguenza, il gruppo dei paesi dell'*America Latina* è particolarmente esposto alle fluttuazioni nei prezzi delle materie prime ed alle variazioni nel livello dell'attività economica negli Stati Uniti ed ha, in generale, possibilità molto limitate di finanziare i disavanzi nella bilancia commerciale. Questi vincoli si sono nuovamente fatti sentire l'anno scorso, durante il quale le partite correnti sono peggiorate di \$1 miliardo, dopo il miglioramento di \$6,5 miliardi registrato l'anno precedente. Nel 1984, l'andamento favorevole dei prezzi delle materie prime aveva contribuito ad un guadagno del 4% nelle ragioni di scambio, e la forte crescita della domanda di importazioni da parte degli Stati Uniti aveva fatto aumentare del 7% il volume delle esportazioni. Il potere di acquisto delle esportazioni era aumentato di conseguenza di quasi il 12%, equivalente a \$11 miliardi, il che aveva reso possibile non solo un miglioramento del saldo corrente di \$6,5 miliardi ma aveva anche consentito un cauto allentamento delle politiche di restrizione alle importazioni, per un ammontare pari a \$2,5 miliardi. Nel 1985 la situazione si è capovolta. Il rallentamento della crescita economica negli Stati Uniti si è riflesso in una contrazione dell'1% delle esportazioni reali dell'*America Latina* e, principalmente a causa della debolezza dei prezzi delle materie prime, le ragioni di scambio sono peggiorate del 3%. Pertanto, con un potere di acquisto delle esportazioni diminuito di quasi il 5%, ovvero di \$5 miliardi, i paesi di questa area, nel complesso, non avevano molte altre scelte che inasprire nuovamente le politiche di controllo della domanda riducendo il volume delle importazioni dell'1,5%. Tuttavia, a livello dei singoli paesi si sono avute notevoli divergenze rispetto all'andamento medio del gruppo. Il Brasile, nel 1985, ha fatto registrare una forte crescita economica trainata dai consumi, e l'incremento del PIL in termini reali ha raggiunto circa l'8%. Ciò nonostante la posizione delle partite correnti di questo paese è peggiorata solo di poco, in parte grazie alla dimensione relativamente modesta del settore dei beni oggetto di interscambio e in parte grazie al mantenimento di restrizioni alle importazioni. In Messico le importazioni sono aumentate di ben il 19%, e poiché i proventi da esportazioni sono diminuiti del 10%, il corrispondente peggioramento nel saldo commerciale ha annullato l'avanzo corrente di \$4 miliardi registrato l'anno prima. Per contro, l'adozione di politiche di stabilizzazione in Argentina ha contribuito a ridurre il disavanzo corrente di circa \$0,5 miliardi, portandolo a \$2 miliardi.

Le principali caratteristiche comuni alla maggior parte dei paesi dell'*Asia* sono il loro marcato orientamento verso le esportazioni, specialmente di manufatti, e il loro successo nell'evitare i problemi del servizio del debito, che ha per lo più preservato la loro affidabilità di credito. Di conseguenza, i paesi di quest'area hanno, almeno nel breve periodo, un certo spazio di manovra e necessità meno

stringenti di impostare le proprie politiche strettamente in funzione dei vincoli esterni. Ciò è chiaramente emerso nel biennio passato, durante il quale ad un miglioramento del saldo corrente pari a \$9,5 miliardi nel 1984 ha fatto seguito un peggioramento di dimensione analoga nel 1985. Nel 1984 un aumento del 14% nel volume di esportazioni e un lieve miglioramento nelle ragioni di scambio avevano fatto aumentare il potere di acquisto delle esportazioni del 15%, ovvero di \$27 miliardi, e permesso una espansione delle importazioni reali del 7%, pari a \$13,5 miliardi, oltre ad un consistente aumento delle importazioni di servizi. Nel 1985 le vendite all'estero hanno mostrato un certo peggioramento, in linea con la minore crescita dei mercati di esportazione. Nonostante che il guadagno in termini di potere di acquisto delle esportazioni sia stato soltanto di \$3 miliardi – per effetto di un aumento del 2,5% del volume e di un peggioramento dell'1% delle ragioni di scambio – la crescita nel volume di importazioni è stata mantenuta al 6,5%. Tuttavia, come si è già detto in precedenza, nel 1985 l'andamento delle bilance correnti del gruppo nel complesso è stato in ampia misura influenzato dai dati relativi alla Cina. Non soltanto l'eccezionale aumento del 60% delle importazioni in Cina spiega la maggior parte dell'espansione del volume di importazioni aggregate dell'area, ma la variazione negativa del saldo corrente cinese, passato da un attivo di \$2,5 miliardi ad un disavanzo di più di \$10 miliardi, è stata più ampia del peggioramento complessivo della posizione corrente dei paesi asiatici dello scorso anno.

Per quanto riguarda gli *altri paesi in via di sviluppo* – i paesi non petroliferi del Medio Oriente e i paesi africani – gli andamenti del 1984 erano stati dominati dalla Nigeria, la cui bilancia corrente era migliorata di \$4,5 miliardi, raggiungendo un modesto avanzo, in quanto le maggiori vendite di petrolio si erano accompagnate a politiche di contenimento delle importazioni. Il miglioramento di \$3 miliardi nelle partite correnti registrato nel 1985 è dovuto per lo più ai paesi non petroliferi del Medio Oriente e, in Africa, ai paesi al di fuori della fascia sub-sahariana.

Paesi in via di sviluppo: finanziamento dei disavanzi delle partite correnti. Stime¹

Voci	1983	1984	1985
	in miliardi di dollari USA		
Disavanzo delle partite correnti	43	19	28
Aumento delle attività esterne	29	35	8
di cui: riserve valutarie	9	18	2
altre ²	20	17	6
Fabbisogno di finanziamento	72	54	36
Investimenti diretti (netti)	9	9	9
Aumento di altre passività esterne	63	45	27
di cui, nei confronti di:			
creditori ufficiali (a lungo termine)	33	27	18
prestiti FMI	10	5	1
banche ³	14	8	10
altri	6	5	- 2
di cui, rispetto alla scadenza:			
a lungo termine	87	44	39
a breve termine	-24	1	-12

¹ Esclusi i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente. ² Include errori ed omissioni nella bilancia dei pagamenti.
³ Banche dichiaranti alla BRI, escluse le posizioni verso i centri *offshore*.

Come si può notare dalla tabella precedente, l'aumento nel disavanzo corrente dei PVS (esclusi i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente) si è accompagnato ad un calo ancora maggiore nei deflussi di capitali. La più lenta crescita delle attività estere (inclusi i deflussi di capitali non identificati) è attribuibile ad un nettissimo rallentamento nell'accumulazione di riserve ufficiali e ad un forte calo negli altri deflussi di capitali, il che potrebbe indicare che le misure adottate per arrestare le fughe di capitali hanno avuto un qualche successo lo scorso anno. Di conseguenza, il fabbisogno totale di finanziamento esterno è ulteriormente sceso, da \$54 miliardi nel 1984 a \$36 miliardi, riducendosi così della metà rispetto al livello raggiunto nel 1983.

La struttura dei flussi di finanziamento ha continuato a riflettere le ripercussioni della crisi debitoria. Suddividendo per categorie di creditori, i nuovi fondi erogati da prestatori ufficiali, sebbene inferiori di circa un terzo rispetto al 1984, sono rimasti la principale fonte di finanziamento; essi sono infatti ammontati a \$18 miliardi, ovvero a due terzi dei nuovi prestiti complessivi. E' degno di nota che per il secondo anno consecutivo quasi il 40% dei fondi erogati dai prestatori ufficiali è stato assorbito dai paesi dell'Asia che, quantunque abbiano possibilità di accesso ai mercati privati, sembrano preferire sempre più questa fonte di finanziamento meno costosa e forse meno precaria. Il restante terzo dei nuovi crediti è provenuto essenzialmente dalle banche dichiaranti, che hanno aumentato di \$10 miliardi (ossia di \$2 miliardi in più che nel 1984) le loro attività nei confronti dei PVS. Tuttavia nel 1985 la metà di questi fondi è stata fornita alla Cina, mentre i nuovi prestiti bancari al resto dei PVS hanno subito un'ulteriore contrazione. Si stima che il debito in essere verso altri creditori privati sia diminuito di \$2 miliardi, in gran parte per effetto del rimborso di crediti concessi a fornitori. La scomposizione per scadenza dei flussi di finanziamento indica che una parte considerevole dei nuovi prestiti di fondi a lungo termine è stata usata per estinguere passività a breve e che il processo di allungamento della scadenza media attraverso operazioni di ristrutturazione del debito, arrestatosi nel 1984, è ripreso l'anno scorso.

Per quanto concerne il finanziamento del disavanzo corrente aggregato dei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente, lo scorso anno paiono esservi stati alcuni spostamenti nella struttura del medesimo. Nel 1984 circa un terzo dei \$12,5 miliardi di disavanzo corrente era stato coperto da una riduzione nelle riserve ufficiali, mentre la parte restante aveva trovato contropartita essenzialmente in un calo delle altre attività sull'estero. Per contro, nel 1985 le riserve ufficiali sono aumentate di \$4,5 miliardi, nonostante un disavanzo corrente di \$7,5 miliardi e la riduzione di \$2,5 miliardi nell'indebitamento netto verso le banche dichiaranti. Il finanziamento è stato pertanto ottenuto con la vendita di altre attività estere, di cui una parte significativa pare sia stata rappresentata da attività detenute negli Stati Uniti.

Si stima che nel 1985 il debito totale verso l'estero dei PVS (esclusi i paesi produttori di petrolio del Medio Oriente) si sia portato a circa \$780 miliardi in termini di dollari correnti, con un aumento di \$41 miliardi, rispetto a quello di \$38 miliardi registrato l'anno precedente. Tuttavia, una parte significativa di queste variazioni è dovuta ad effetti di valutazione determinati dall'andamento del tasso di cambio del dollaro; in termini di dollari costanti, l'aumento del debito è passato da circa \$45 miliardi nel 1984 a circa \$27 miliardi lo scorso anno. Nonostante un

considerevole calo dei tassi di interesse di mercato – ad esempio la media annuale del LIBOR sui depositi in dollari a sei mesi è scesa dall'11,3% nel 1984 all'8,6% nel 1985 – i pagamenti in conto interesse identificati sono scesi solo marginalmente, dai \$63 miliardi nel 1984 ai \$62,5 miliardi nel 1985. Le ragioni di questa flessione sorprendentemente modesta – considerato che circa la metà del debito totale è a tassi di interesse fluttuanti, l'impatto del calo dei tassi di interesse avrebbe dovuto essere dell'ordine di \$7 miliardi – non sono del tutto evidenti. Una delle cause può risiedere nell'ampliamento della rilevazione statistica degli esborsi per interessi, in quanto i paesi debitori, particolarmente in connessione alla ristrutturazione pluriennale del debito, tendono a migliorare la raccolta di dati sull'indebitamento e sul servizio del debito. Oltre a ciò nel 1985, per la prima volta dal 1979, non si sono accumulati nuovi arretrati, il che potrebbe implicare che i pagamenti effettivi per interesse siano stati più ampi che nel 1984. Poiché le esportazioni di beni e servizi sono diminuite in misura consistente, nel 1985 il rapporto medio fra pagamenti per interessi ed esportazioni di beni e servizi è lievemente cresciuto, raggiungendo il 13,6%. Questo peggioramento nel rapporto fra gli oneri del servizio dell'indebitamento esterno e le esportazioni ha riguardato i PVS al di fuori dell'America Latina. Tuttavia, sebbene nei paesi dell'America Latina gli esborsi per interessi in relazione alle esportazioni di beni e servizi siano scesi al 29,6%, diminuendo di circa 2,5 punti percentuali, rispetto al 1982, la quota percentuale media degli oneri per interesse è rimasta quasi due volte e mezzo superiore ai valori medi degli altri paesi dell'area.

Lo stato del processo di aggiustamento nei PVS. Nonostante i considerevoli sforzi di aggiustamento in alcuni singoli paesi, nel 1985 per l'insieme del gruppo il progresso verso un maggior equilibrio interno ed esterno è stato inferiore alle aspettative. Anche se nel 1985 si sono avuti numerosi sviluppi positivi – il disavanzo corrente aggregato si è ampliato solo di poco, vi è stata un'ulteriore modesta crescita delle riserve ufficiali, i deflussi di capitali privati sono scesi in misura considerevole e, per la prima volta in molti anni, in media non sono stati accumulati nuovi arretrati sui rimborsi del debito – l'andamento complessivo è stato caratterizzato da un rallentamento nella crescita della produzione interna, da un'inflazione crescente e da un peggioramento degli indici del servizio del debito. Questa evoluzione è attribuibile in gran parte alla situazione di maggiore debolezza sui mercati di esportazione e ad un peggioramento delle ragioni di scambio, che hanno acuito i vincoli esterni ed hanno lasciato poco spazio per l'espansione dell'economia interna.

D'altra parte lo scorso anno paiono essersi allentati gli sforzi per ridurre gli squilibri interni e nell'affrontare le rigidità strutturali. In media non è stato compiuto alcun progresso nell'aumentare il risparmio interno, non da ultimo perché i disavanzi del settore pubblico non sono stati ulteriormente ridotti e perché sono mancati sufficienti incentivi per stimolare i risparmi privati. Nel 1985 gli investimenti lordi in percentuale del PIL sono stati stagnanti, rimanendo di 4,5 punti percentuali al di sotto della media anteriore alla crisi debitoria. Certo, si sono avute ampie differenze fra i singoli paesi e gruppi all'interno dei PVS, e alcuni paesi sono stati in grado di ottenere risultati relativamente buoni in un contesto internazionale meno favorevole. Ciò nonostante, lo spazio di manovra resta in generale molto limitato, tenuto conto dei pesanti oneri del debito estero e della crescita relativamente modesta dei mercati di esportazione. Per porre le basi di una situazione più sostenibile nei conti con l'estero sono necessari maggiori sforzi in

termini di politiche realistiche di determinazione dei prezzi, di riforme strutturali e di un maggiore affidamento sui meccanismi del mercato.

Il calo dei prezzi del petrolio comporterà un miglioramento delle ragioni di scambio per i paesi importatori di petrolio e sosterrà i loro sforzi di aggiustamento. Tuttavia, la maggior parte dell'effetto di reddito reale dei più bassi prezzi del greggio andrà ai paesi industriali e, a parte qualche eccezione notevole, il sollievo fornito direttamente dalle ridotte fatture petrolifere sarà alquanto modesto nel mondo in via di sviluppo. Ciò nonostante, gli effetti favorevoli indiretti — un'accelerazione della crescita nel mondo industriale indotta dal calo dei prezzi del petrolio e più bassi tassi di interesse — potrebbero risultare considerevoli nel più lungo periodo. D'altro canto, la situazione peggiorerà notevolmente in quei PVS i cui proventi delle esportazioni dipendono in grossa misura dalle vendite di greggio. In particolare, nei paesi fortemente gravati dal debito, l'ingente perdita di valore delle loro esportazioni li forzerà a ridurre drasticamente le importazioni qualora non possano ottenere ulteriori finanziamenti esterni.

IV. L'EVOLUZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

Aspetti salienti

Per i mercati finanziari dei maggiori paesi industriali il 1985 è stato un anno ricco di eventi. Il perdurante calo dei tassi di inflazione ha infine fatto scendere i tassi di interesse di mercato a lungo termine su un vasto fronte. La flessione dei tassi di interesse e il miglioramento dei profitti aziendali hanno causato una forte ascesa delle quotazioni azionarie. Il movimento discendente dei tassi di interesse è proseguito nel 1986, favorito dal calo dei prezzi del petrolio e dall'accresciuta fiducia del mercato in termini di aspettative inflazionistiche a più lungo termine. Il deprezzamento del dollaro, da tempo atteso, ha preso avvio nel febbraio 1985 e si è accelerato dopo la riunione di settembre dei cinque maggiori paesi industriali.

Sebbene il calo dei tassi di interesse e gli aggiustamenti dei tassi di cambio costituiscano senz'altro un fattore positivo, non ci si può attendere che essi risolvano rapidamente i notevoli squilibri finanziari presenti in alcune delle maggiori economie. L'ampio disavanzo esterno degli Stati Uniti — di riflesso ad un ingente disavanzo pubblico e ad un andamento stagnante del risparmio finanziario del settore privato — persiste, così come la massiccia eccedenza corrente del Giappone. Permangono parimenti problemi finanziari a livello dei settori, a causa delle ampie variazioni subite negli ultimi anni dai tassi di cambio, dai tassi di interesse e dai prezzi delle materie prime. Per la prima volta dalla fine della guerra gli Stati Uniti sono passati ad una posizione debitoria netta verso il resto del mondo. E' difficile prevedere per quanto tempo ancora gli altri paesi vorranno ulteriormente accumulare attività finanziarie degli Stati Uniti, e quali sarebbero le conseguenze per i tassi di interesse ed i tassi di cambio qualora le scelte di portafoglio internazionali dovessero cambiare in modo netto. Questa incertezza offusca le prospettive circa l'impulso alla domanda aggregata che potrebbe provenire in futuro dai più bassi tassi di interesse e dai considerevoli rialzi dei corsi registrati nelle principali borse valori del mondo.

I cambiamenti intervenuti nei mercati mondiali dei capitali hanno condotto ad una notevole espansione delle operazioni basate su titoli o strumenti ad essi assimilabili. Questa evoluzione è in parte dovuta alla discesa dei tassi di interesse di mercato, che ha indotto le imprese a rifinanziare parte dell'indebitamento. Un ruolo importante va tuttavia attribuito anche a tendenze di lungo periodo nell'attività bancaria e finanziaria. Fra queste vi è il costante incremento degli *swaps* di valute e di tassi di interesse, la crescente importanza delle emissioni di titoli quale forma di provvista delle banche e l'aumento dei proventi bancari derivanti da commissioni su operazioni in titoli. L'ampliamento tendenziale dell'investimento istituzionale ha altresì rafforzato la propensione ad un maggiore ricorso all'emissione di strumenti negoziabili da parte di un'ampia gamma di prenditori.

Sebbene in molti paesi lo scorso anno si sia accresciuta la redditività delle banche, nel sistema finanziario hanno continuato ad esistere elementi di tensione, in particolare nell'America del Nord. Fra le cause sottostanti vi sono l'ulteriore calo dei tassi di inflazione in relazione alle aspettative e le forti variazioni subite dai prezzi

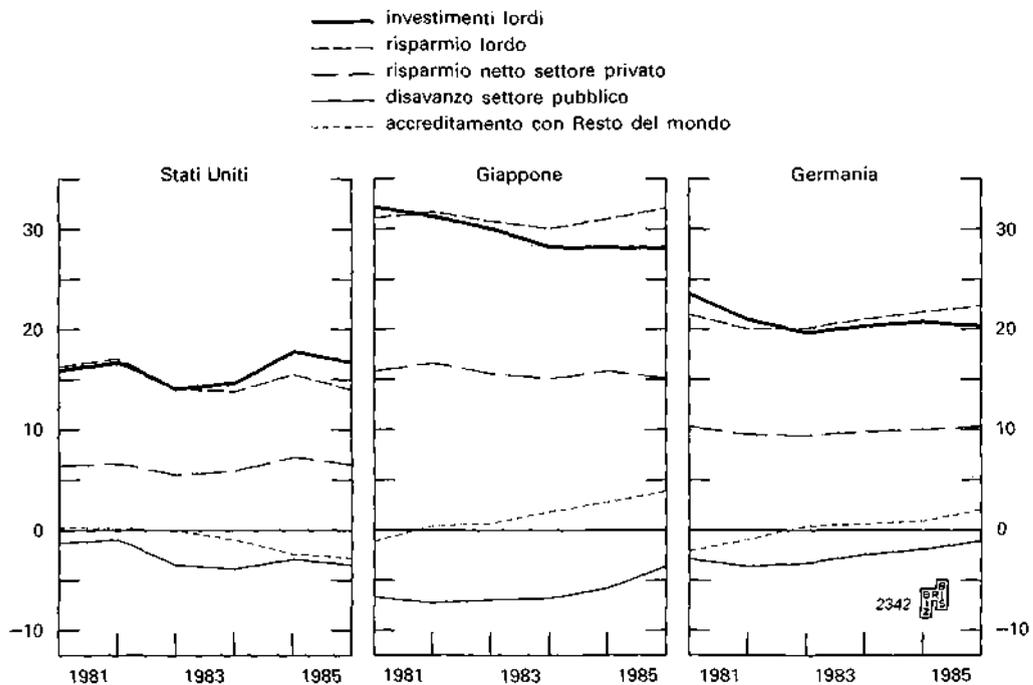
delle materie prime. Questi fattori, unitamente all'evoluzione di fondo dei mercati mobiliari e bancari, hanno richiamato l'attenzione sulla necessità di rivedere gli attuali sistemi di regolamentazione e di vigilanza e di creare strutture di mercato atte a favorire la stabilità finanziaria. Essi pongono altresì in risalto l'esigenza di una più intensa consultazione internazionale su tali questioni.

Il risparmio finanziario dei settori privato e pubblico nelle maggiori economie

Squilibri fra risparmio e investimento. A partire dalla prima crisi petrolifera l'economia mondiale ha fatto registrare una forte espansione dei flussi netti di capitali internazionali, di riflesso ai crescenti squilibri, all'interno dei singoli paesi, fra il risparmio finanziario e gli investimenti. Ciò a sua volta ha avuto importanti effetti sui tassi di interesse reali e sui tassi di cambio. La configurazione complessiva degli sbilanci strutturali positivi e negativi fra risparmio e investimento è mutata in modo significativo dopo la metà degli anni settanta, quando i disequilibri rispecchiavano essenzialmente un eccesso di risparmio dei paesi esportatori di petrolio e un indebitamento netto da parte dei paesi in via di sviluppo. Il calo dei tassi di interesse reali successivo al primo *shock* petrolifero fu in parte dovuto all'ampia eccedenza di risparmio dei paesi petroliferi, associata ad una domanda di investimenti relativamente debole nelle economie industriali. Il forte avanzo

Risparmio lordo e investimenti lordi negli Stati Uniti, in Giappone e in Germania; 1980-85*

In percentuale nel PNL



*1 dati relativi al 1985 sono stimati.

finanziario dei paesi petroliferi venne eliminato dopo la seconda ondata di rincari del petrolio la quale, in congiunzione con politiche monetarie piú restrittive, contribuì a far salire i tassi di interesse reali a livello internazionale. Nel periodo piú recente gli squilibri si sono avuti principalmente fra i paesi industriali, segnatamente fra gli Stati Uniti – con i suoi ampi disavanzi di bilancio e dei pagamenti correnti – e gli altri paesi dell'OCSE, in particolare il Giappone, dove il risparmio interno eccede di gran lunga la spesa per investimenti.

Negli ultimi anni l'attenzione si è concentrata principalmente sugli Stati Uniti, dove a partire dal 1981 il disavanzo del bilancio federale ha subito una forte dilatazione, in parte per ragioni congiunturali, ma anche per effetto di fattori strutturali, come è dimostrato dal fatto che esso è rimasto su livelli del 3-4% del PNL, nonostante la protratta e sostenuta ripresa economica in atto dal 1982. Benché non elevata in percentuale del PNL, la dimensione assoluta del disavanzo pubblico sopravanza di gran lunga quella degli altri paesi e contribuisce a spiegare sia l'ascesa dei tassi di interesse reali negli Stati Uniti sia l'apprezzamento del dollaro. L'insensibilità al ciclo congiunturale e la dimensione del disavanzo destano particolare preoccupazione poiché negli Stati Uniti il risparmio privato in rapporto al PNL si è mantenuto relativamente costante dal 1981 ed è di fatto calato nel 1985, risultando inferiore al livello necessario a finanziare gli investimenti privati e il fabbisogno dell'amministrazione federale. Di conseguenza negli ultimi anni gli Stati Uniti hanno dovuto fare affidamento in misura sempre piú ampia sul finanziamento proveniente dall'estero.

Fino agli inizi del 1985 gli afflussi di capitali sono stati accompagnati da un apprezzamento del dollaro. La crescita della domanda netta di credito in una grande economia nella quale era in atto una politica monetaria non accomodante ha fatto salire i tassi di interesse reali sul mercato interno ed ha determinato un forte afflusso di capitali esteri ed un apprezzamento della moneta. Gli afflussi di fondi sono stati stimolati anche dall'elevata redditività attesa degli investimenti fissi. L'ampio disavanzo dei pagamenti correnti degli Stati Uniti, pari a \$118 miliardi nel 1985, ha rispecchiato questo forte squilibrio fra il risparmio nazionale e gli investimenti interni del settore privato. Tale processo ha fatto altresì salire i tassi di interesse reali a livello internazionale, attraverso un notevole incremento della domanda globale di credito sui mercati dei capitali, caratterizzati oggi da un'elevata integrazione mondiale.

I timori sul piano internazionale circa l'ampio squilibrio finanziario interno negli Stati Uniti derivano dalla necessità che gli altri paesi accumulino attività verso gli Stati Uniti, nonché dalle possibili conseguenze sui tassi di interesse e sui tassi di cambio di un mutamento nella propensione degli investitori esteri ad acquisire attività in dollari. Il permanere di un cospicuo differenziale fra i tassi di interesse a lungo termine del mercato americano e quelli di altri paesi, in particolare Germania e Giappone, può essere visto in parte come il riflesso di aspettative di un deprezzamento a lungo termine del dollaro USA. Quantunque il calo del valore esterno del dollaro – iniziato nel febbraio 1985 e acceleratosi dopo la riunione di settembre dei cinque maggiori paesi industriali – sia giustificato da fattori di fondo, le autorità si adoperano affinché esso proceda ad un ritmo tale da non causare all'economia mondiale grossi problemi di aggiustamento esterno ed interno e non assuma proporzioni abnormi come il precedente apprezzamento.

Investimenti lordi, risparmio e sue componenti¹

Paesi	Anni	Investimenti interni lordi ²	Risparmio interno lordo ²	Risparmio netto settore privato ³	Disavanzo settore pubblico ⁴	Accredita- mento netto verso l'estero ⁵
		in percentuale del PNL				
Stati Uniti	1971-79	16,8	17,0	8,1	- 0,8	0,2
	1980	16,0	16,3	6,4	- 1,3	0,3
	1981	16,9	17,1	6,6	- 1,0	0,2
	1982	14,1	14,1	5,5	- 3,5	0,0
	1983	14,8	13,8	5,9	- 3,9	- 1,0
	1984	17,9	15,5	7,3	- 2,9	- 2,4
Giappone	1971-79	33,5	34,2	20,3	- 6,3	0,7
	1980	32,2	31,1	15,8	- 6,7	- 1,1
	1981	31,3	31,7	16,6	- 7,3	0,4
	1982	30,1	30,8	15,6	- 6,9	0,7
	1983	28,3	30,1	15,1	- 6,8	1,8
	1984	28,2	31,0	15,8	- 5,8	2,8
Germania	1971-79	23,0	23,8	11,6	- 1,9	0,8
	1980	23,5	21,5	10,3	- 2,9	- 2,1
	1981	21,0	20,0	9,5	- 3,7	- 1,0
	1982	19,7	20,1	9,4	- 3,3	0,4
	1983	20,4	21,0	9,8	- 2,5	0,5
	1984	20,8	21,7	10,0	- 1,9	0,8
Francia	1971-79	24,0	23,6	10,6	- 0,6	- 0,4
	1980	23,6	22,2	8,2	0,2	- 1,4
	1981	21,2	19,7	7,5	- 1,8	- 1,5
	1982	21,7	18,6	6,7	- 2,6	- 3,1
	1983	19,8	18,1	6,7	- 3,2	- 1,7
	1984	19,3	18,6	7,5	- 2,8	- 0,7
Regno Unito	1971-79	23,8	23,1	14,5	- 4,8	- 0,6
	1980	19,8	21,2	11,8	- 4,7	1,4
	1981	17,6	19,8	10,0	- 3,3	2,2
	1982	17,5	19,8	9,5	- 2,7	2,3
	1983	18,1	19,7	9,9	- 3,7	1,6
	1984	18,7	20,7	11,5	- 4,2	2,0
Italia	1971-79	21,8	21,6	15,7	- 8,6	- 0,2
	1980	25,0	22,0	16,0	- 8,0	- 3,0
	1981	21,5	19,5	15,5	-11,9	- 2,0
	1982	20,2	17,9	15,1	-12,5	- 2,2
	1983	17,8	18,0	13,7	-12,5	0,2
	1984	19,0	17,8	14,1	-13,5	- 1,2
Canada	1971-79	23,7	21,9	10,2	- 1,3	- 1,9
	1980	23,2	23,3	12,8	- 2,4	0,1
	1981	24,8	23,1	11,5	- 1,6	- 1,7
	1982	19,6	19,5	10,7	- 5,1	- 0,1
	1983	19,3	19,7	12,7	- 6,2	0,4
	1984	19,0	19,9	13,0	- 6,4	0,9
1985	19,8	18,9	12,0	- 6,3	- 0,9	

¹ I dati relativi al 1985 sono stimati. ² Per gli Stati Uniti, rispettivamente investimenti privati lordi e risparmio lordo del settore privato meno disavanzo statale. ³ Risparmio lordo meno risparmio del settore statale, al netto degli ammortamenti (stimati). ⁴ Per il Giappone ed il Regno Unito, i disavanzi del settore pubblico non coincidono con quelli delle amministrazioni pubbliche, riportati nella tabella a pagina 28. ⁵ Compresa le discrepanze statistiche nei conti finanziari nazionali.

Fonti: conti finanziari e definizioni nazionali.

In una situazione opposta rispetto a quella degli Stati Uniti, caratterizzata da un ampio fabbisogno di finanziamento esterno, si situano il Giappone, la Germania ed il Regno Unito, che hanno avuto un ruolo di prestatori netti di fondi

internazionali. Il saldo finanziario positivo del Giappone è stato di gran lunga il maggiore. L'accumulazione di attività esterne da parte di questi paesi rispecchia in certa misura il successo dell'azione da essi intrapresa per contenere la crescita del disavanzo pubblico. In Giappone l'impegno del governo nel comprimere il deficit di bilancio, combinato con l'ampia eccedenza strutturale del risparmio sugli investimenti nel settore privato, ha consentito a tale paese di divenire uno dei maggiori detentori di attività verso i settori privato e pubblico degli Stati Uniti.

La diversa combinazione di politica fiscale e monetaria nei maggiori paesi industriali ha pertanto contribuito a determinare le variazioni nelle loro posizioni finanziarie nette sull'estero. Mentre l'orientamento restrittivo della politica monetaria e fiscale in Germania e Giappone ha condotto ad un aumento dell'accreditamento netto di questi due paesi verso il resto del mondo, negli Stati Uniti la concomitanza di un ampio disavanzo di bilancio e di una politica monetaria antinflazionistica hanno comportato un fabbisogno di finanziamento esterno. Essendo un'economia di grandi dimensioni, gli Stati Uniti hanno potuto in tali circostanze innalzare i tassi di interesse reali e finanziarsi agevolmente con afflussi di capitali privati. Questo "lusso" non sembra essere alla portata delle economie minori, dove un disavanzo pubblico di grosse dimensioni spesso conduce ad un deprezzamento esterno della moneta. Un recente esempio in tal senso è costituito dal Canada, dove gli elevati tassi di interesse reali interni si sono dimostrati insufficienti ad impedire un certo deprezzamento della moneta.

Va peraltro sottolineato che non vi è necessariamente un nesso diretto fra il disavanzo di bilancio in un paese e lo squilibrio dei suoi conti con l'estero. La posizione esterna dipende dalle determinanti risparmio e investimento privato, nonché dalla dimensione e dalla variabilità ciclica del fabbisogno statale, congiuntamente all'orientamento della politica monetaria. Nel 1985 sia il Giappone sia il Regno Unito hanno avuto disavanzi di bilancio paragonabili a quello degli Stati Uniti in termini di percentuale del PNL, pur risultando esportatori netti di capitali all'estero.

Un elemento che ha facilitato la copertura del fabbisogno di finanziamento esterno degli Stati Uniti negli ultimi anni è stato il fatto che gli investitori istituzionali, a livello internazionale e in particolare in Giappone, si sono sempre più orientati verso l'acquisto di valori mobiliari internazionali. Si stima che nel 1985 si sia più che raddoppiata l'acquisizione netta di titoli denominati in dollari USA da parte di residenti giapponesi. L'ampio squilibrio fra risparmio e investimento interno esistente in alcuni dei maggiori paesi industriali ha così contribuito allo spostamento dell'intermediazione finanziaria verso i mercati mobiliari, a scapito dei crediti bancari.

I meccanismi equilibratori del mercato. Negli ultimi anni il disavanzo nei pagamenti correnti degli Stati Uniti ha assunto proporzioni tali da indurre molti a ritenere che sia insostenibile un suo finanziamento nel più lungo periodo mediante afflussi spontanei di capitali, anche se nessuno può prevedere i limiti quantitativi e temporali della propensione del resto del mondo ad accrescere il portafoglio di attività verso gli Stati Uniti. Vi sono diversi meccanismi di mercato che potrebbero contribuire a ristabilire l'equilibrio fra la domanda e l'offerta interna di fondi negli Stati Uniti, così come in quei paesi dove il risparmio eccede fortemente gli investimenti. Fra questi va annoverata la reattività del risparmio e dell'investimento

privato alle variazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio e del livello della produzione, nonché la relazione fra il risparmio privato ed il volume del debito pubblico in essere.

L'andamento del risparmio privato negli Stati Uniti a partire dal 1980 è stato caratterizzato dall'assenza di una rilevante reazione positiva al fortissimo aumento dei tassi di interesse reali. Mentre il risparmio privato netto in percentuale del PNL era salito nel 1984, l'anno scorso esso è ridisceso a solo il 6,5%. In effetti, nel periodo 1980-85 il tasso medio, pari al 6,4%, è risultato sensibilmente inferiore a quello (8,1%) registrato durante gli anni settanta. Il risparmio privato non ha neppure reagito in misura significativa all'espansione del debito pubblico ed ai connessi futuri oneri di imposta. La tesi secondo cui il settore privato accrescerebbe il proprio risparmio in risposta ad un aumento del disavanzo pubblico, in previsione di futuri aggravii fiscali richiesti per finanziare il servizio del debito, non trova conferma nell'andamento recente della propensione al risparmio negli Stati Uniti. Né vi è stato in questo paese - contrariamente a quanto avvenuto in Canada - un incremento del risparmio privato in conseguenza della redistribuzione di reddito a favore dei percettori di interessi, che mostrano di norma una maggior propensione a risparmiare rispetto alla media. In Giappone, tuttavia, si è avuto un certo calo del risparmio privato parallelamente alla riduzione del disavanzo di bilancio.

I dati aggregati per gli Stati Uniti indicano altresì che gli investimenti delle imprese non sono stati "spiazzati" in misura significativa dai più elevati tassi di interesse reali. Piuttosto, lo "spiazzamento" della spesa privata ad opera dei disavanzi pubblici ha avuto luogo attraverso l'apprezzamento del tasso di cambio, il quale ha ridotto la domanda dei beni di produzione interna esposti alla concorrenza delle importazioni ed ha in pari tempo ridotto le esportazioni. Da ciò è conseguita un'evoluzione alquanto squilibrata della ripresa congiunturale.

Gli effetti di un aggiustamento dei tassi di cambio nel ristabilire una situazione più bilanciata nei conti con l'estero degli Stati Uniti, richiederanno comunque un certo lasso di tempo per manifestarsi. Il dollaro ha continuato ad apprezzarsi nei confronti delle altre monete fino agli inizi del 1985, ma il suo successivo deprezzamento ha già assunto proporzioni assai rilevanti, in larga misura grazie al riconoscimento, da parte degli Stati Uniti e degli altri maggiori paesi industriali, della necessità di un'azione concertata sui mercati dei cambi.

In sintesi, i meccanismi di mercato non hanno finora agito nel senso di ridurre lo squilibrio fra risparmio e investimento negli Stati Uniti. Pertanto, si può prevedere che il disavanzo esterno corrente americano e la dipendenza dagli afflussi di capitali esteri - pari, nel 1985, al 2,8% del PNL - persisteranno nel 1986 e oltre. Di conseguenza si è via via accresciuta la consapevolezza che il disavanzo dell'amministrazione federale USA costituisce un fattore primario dello squilibrio finanziario strutturale del paese e che, in aggiunta al ridimensionamento del tasso di cambio del dollaro, sarebbe necessaria un'azione risoluta per comprimere il deficit di bilancio. Questa consapevolezza è stata alla base dell'approvazione, verso la fine dell'anno, della legge Gramm-Rudman-Hollings, che prevede in termini imperativi una progressiva eliminazione del disavanzo nell'arco dei prossimi cinque anni. Anche se tale legge e le politiche di questo tipo potranno risultare di non facile attuazione, vi è ora la prospettiva di una svolta nell'orientamento di politica fiscale negli Stati Uniti.

Le scelte di portafoglio e i rendimenti delle attività

Attività e passività esterne. In conseguenza della crescita dello squilibrio fra risparmio e investimento registrata dall'inizio della ripresa economica, nel 1985 gli Stati Uniti hanno presentato, per la prima volta dalla fine della guerra, una posizione debitoria netta nei confronti del resto del mondo. Come mostra la tabella seguente, lo spostamento è di considerevole entità; esso è stato determinato da un rallentamento della crescita delle attività sull'estero e da una sensibile accelerazione delle passività a partire dal 1982.

Attività e passività esterne*

Paesi e poste	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1985
	in miliardi di dollari USA								in rapporto al PNL
Stati Uniti									
Attività	448	511	607	720	839	894	915	934	0,23
Passività	372	416	501	579	692	788	887	999	0,25
Attività esterne nette	76	95	106	141	147	106	28	- 64	- 0,02
	in migliaia di miliardi di yen								
Giappone									
Attività	23	33	32	46	54	63	86	90	0,28
Passività	16	26	30	44	48	54	67	63	0,20
Attività esterne nette	7	7	2	2	6	9	19	27	0,08
	in miliardi di marchi								
Germania									
Attività	427	450	489	546	584	627	714	820	0,45
Passività	330	368	432	498	531	562	628	698	0,38
Attività esterne nette	97	82	57	48	53	65	86	122	0,07
	in miliardi di sterline								
Regno Unito									
Attività	67	77	90	115	147	176	222	249	0,71
Passività	55	65	73	85	104	118	149	172	0,49
Attività esterne nette	12	12	17	30	43	58	73	77	0,22
	in migliaia di miliardi di lire								
Italia									
Attività	73	91	127	152	154	202	236	241	0,35
Passività	59	68	94	135	150	189	233	253	0,37
Attività esterne nette	14	23	33	17	4	13	3	- 12	- 0,02
	in miliardi di dollari canadesi								
Canada									
Attività	67	81	105	124	134	146	165	173	0,38
Passività	155	181	212	257	270	293	323	336	0,74
Attività esterne nette	- 88	-100	-107	-133	-136	-147	-158	-163	- 0,36

* I dati differiscono concettualmente a seconda dei paesi. Per il Giappone le cifre in dollari sono state convertite in yen a tassi di cambio di fine anno; per gli Stati Uniti, il Regno Unito ed il Canada le cifre sono stimate al lordo delle variazioni di valutazione delle attività in essere dovute ai movimenti dei tassi di cambio o di altri fattori di prezzo durante l'anno.

Fonti: conti finanziari e definizioni nazionali.

Negli ultimi anni la Germania, il Giappone ed il Regno Unito hanno registrato un accumulo di attività nette sull'estero, che ha costituito in certa misura la contropartita del passaggio ad una posizione debitoria da parte degli Stati Uniti. L'accreditamento netto verso l'estero del Giappone in rapporto al PNL è

rapidamente cresciuto nel corso degli anni ottanta portandosi ad un livello stimato del 3,9% nel 1985. Le cifre aggregate riportate nella tabella non mostrano la ripartizione fra investimenti diretti e di portafoglio, e quindi il grado di liquidità delle attività. Di fatto, le attività sull'estero del Giappone sono di gran lunga quelle con una più forte componente di portafoglio, in quanto a fine 1984 la quota degli investimenti diretti era pari all'11% soltanto, rispetto a quella del 33% del Regno Unito. Ciò implica che le attività esterne del Giappone sono più facilmente commutabili quanto alla distribuzione geografica.

Accumulazione di attività, effetti di valutazione e ricomposizione del portafoglio. Benché l'analisi precedente sia basata in larga parte sui flussi di risparmio e di investimento, questi non costituiscono l'unico fattore delle variazioni della ricchezza. Parimenti importanti sono i movimenti del valore delle attività in

Tassi di remunerazione delle attività in termini reali*

Paesi e poste	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	in percentuale					
Stati Uniti						
Azioni	15	- 9	13	18	1	25
Abitazioni	- 1	- 3	- 2	0	- 1	2
Obbligazioni	-13	- 5	27	0	10	25
<i>Per memoria:</i>						
<i>proprietà fondiaria agricola</i>	2	- 1	- 6	- 9	- 5	-15
Giappone						
Azioni	2	13	3	20	24	15
Abitazioni	5	6	6	3	1	1
Obbligazioni	- 3	10	9	9	9	7
Germania						
Azioni	1	- 2	11	36	10	63
Abitazioni	5	0	- 2	- 1	0	- 1
Obbligazioni	- 4	- 2	16	3	13	9
Francia						
Azioni	4	-20	0	56	14	27
Abitazioni	- 2	- 3	- 2	- 2	- 2	- 2
Obbligazioni	-10	- 8	9	10	11	13
Regno Unito						
Azioni	16	0	21	21	23	15
Abitazioni	- 2	- 8	0	6	5	2
Obbligazioni	4	- 9	42	7	4	6
Italia						
Azioni	45	-12	-17	13	10	103
Abitazioni	11	- 3	13	- 7	- 2	- 9
Obbligazioni	- 4	3	3	4	5	5
Canada						
Azioni	16	-19	- 5	28	- 6	19
Abitazioni	0	- 4	-12	- 4	- 4	- 1
Obbligazioni	- 7	-13	29	6	11	20

* I tassi di remunerazione delle azioni comprendono la variazione nominale, nel corso dell'anno, del prezzo dei titoli (sulla base degli indici dei rispettivi mercati azionari), più il rendimento in termini di dividendo, al netto della variazione dell'indice dei prezzi al consumo. Nel caso delle obbligazioni (titoli di Stato o del settore pubblico a lungo termine) il rendimento indicato è dato dal tasso di remunerazione totale (variazione percentuale della quotazione più il rendimento immediato) deflazionato con la variazione dell'indice dei prezzi al consumo; nel caso dell'Italia il rendimento effettivo alla scadenza sostituisce il tasso di remunerazione totale. Per le abitazioni (prezzi degli immobili residenziali venduti per Stati Uniti, Regno Unito e Italia; costo dei nuovi fabbricati residenziali per Germania, Francia e Canada; indice dei prezzi dei terreni urbani per il Giappone) e per la proprietà fondiaria agricola le cifre indicate rappresentano le variazioni nei prezzi o valori nominali deflazionate con l'indice dei prezzi al consumo.

Fonti: conti finanziari e definizioni nazionali; statistiche finanziarie dell'OCSE e indici internazionali dei mercati obbligazionari della Salomon Brothers.

essere sull'interno e sull'estero e, in particolare nel caso delle attività interne, tali variazioni di valutazione sono state estremamente ampie nel 1985.

Nel caso delle posizioni verso l'estero possono intervenire variazioni di valutazione per effetto dei movimenti dei tassi di cambio. L'entità di questi effetti dipende dalla composizione per valute delle attività e passività, per la quale non sempre sono disponibili dati precisi. Un altro fattore importante è costituito dalla dimensione della posizione attiva netta, in genere alquanto modesta, sia in termini assoluti, sia in rapporto allo *stock* di ricchezza. Tenendo conto di questi fattori, le stime indicano che, rispetto all'incidenza sulla ricchezza interna del rialzo dei corsi azionari, nel 1985 gli effetti di ricchezza generati nei singoli paesi industriali dai movimenti dei tassi di cambio sono stati relativamente limitati. Nondimeno si può ritenere che l'apprezzamento dello yen e del marco tedesco nel corso dell'anno abbiano prodotto una certa riduzione nel valore, espresso in moneta nazionale, delle attività esterne nette detenute dai residenti di Giappone e Germania.

L'ampiezza e la forte variabilità degli effetti di valutazione sulle attività interne possono essere giudicate sulla scorta della tabella precedente, che mostra la remuneratività reale delle azioni, delle abitazioni e dei titoli di Stato a lungo termine.

Composizione del portafoglio del settore privato non finanziario¹

Paesi e poste	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	in percentuale delle attività finanziarie lorde									
Stati Uniti										
Depositi	33	34	35	33	32	33	33	32	34	32
Obbligazioni ²	10	10	10	10	9	9	9	9	10	11
Azioni	20	18	17	18	20	18	18	18	16	17
Investimenti istituzionali ³	20	20	20	20	21	21	22	23	24	25
Giappone										
Depositi	51	53	53	52	51	51	52	51	49	49 ⁴
Obbligazioni ²	4	5	5	5	5	6	6	6	7	6 ⁴
Azioni	9	8	9	8	8	8	8	9	10	12 ⁴
Investimenti istituzionali ³	7	7	8	8	8	8	9	10	11	11 ⁴
Germania										
Depositi	57	57	58	57	57	55	54	53	51	48
Obbligazioni ²	9	9	9	10	10	11	11	11	13	13
Azioni	12	12	12	10	10	10	10	11	11	15
Investimenti istituzionali ³	9	9	9	10	11	12	12	12	12	12
Regno Unito										
Depositi	33	32	32	32	32	33	31	30	29	29 ⁵
Obbligazioni ²	6	6	5	5	5	4	5	4	4	4 ⁵
Azioni	12	14	13	12	12	11	11	12	13	12 ⁵
Investimenti istituzionali ³	19	21	23	23	25	25	28	29	30	30 ⁵
Canada										
Depositi	31	32	32	32	32	31	31	29	29	29 ⁴
Obbligazioni ⁴	8	8	8	7	6	6	7	8	8	9 ⁴
Azioni	17	17	18	17	18	17	17	17	16	16 ⁴
Investimenti istituzionali ³	15	16	15	15	15	16	16	17	18	18 ⁴

¹ Dati basati sulle posizioni non consolidate dei settori famiglie e imprese; per gli Stati Uniti, escluse le imprese non societarie e le aziende agricole. La somma delle percentuali parziali non è pari a 100 in quanto non sono comprese talune poste come i crediti commerciali e gli investimenti diretti all'estero. ² Esclusi gli strumenti ipotecari detenuti direttamente. ³ Fondi comuni di investimento, fondi pensioni, gestioni fiduciarie e fondi di società assicuratrici non aventi natura di depositi. ⁴ Stime. ⁵ Terzo trimestre.

Fonti: conti finanziari nazionali.

L'evidenza empirica indica che negli ultimi anni l'investimento azionario ha offerto in generale una considerevole redditività a prezzi costanti, superiore a quelle delle attività reali (abitazioni) e delle obbligazioni. I guadagni conseguiti dai titoli azionari vanno visti nel contesto della dimensione e della composizione del portafoglio del settore privato nelle maggiori economie. Come si può rilevare dalla tabella precedente, negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Canada la quota delle azioni sul totale delle attività detenute dal settore privato è maggiore che in Germania e in Giappone, se si tiene conto delle azioni detenute indirettamente per il tramite di istituzioni. Per tali ragioni l'impatto sulla ricchezza prodotto da una variazione di valore di tale tipo di attività finanziarie è verosimilmente più grande nei primi paesi. Si può stimare che nel 1985 la variazione di valore del portafoglio azionario sia stata equivalente a non meno del 5-10% del PNL nella maggior parte dei principali paesi.

La tabella a pagina 73 sintetizza la composizione del portafoglio delle principali attività detenute dal settore privato non finanziario. La distribuzione del portafoglio rivela come negli ultimi anni vi sia stato nella maggior parte dei paesi un certo spostamento verso l'investimento istituzionale ed in titoli azionari, mentre la quota dei depositi risulta stagnante o in calo. Questo movimento può essere spiegato in larga misura in termini di redditività relativa, sebbene nel caso dell'investimento istituzionale abbiano agito da stimolo anche le agevolazioni fiscali e l'invecchiamento della popolazione. La quota delle obbligazioni nei portafogli delle famiglie e delle imprese ha un andamento crescente in Germania e Giappone, mentre mostra un calo nel Regno Unito. Sebbene siano in generale modesti rispetto alle variazioni nei saldi finanziari settoriali, questi spostamenti nella composizione del portafoglio sono indicativi di importanti cambiamenti nell'allocazione della ricchezza sui mercati dei capitali, ossia di una certa tendenza a preferire gli strumenti di mercato rispetto ai depositi, e la detenzione di tali strumenti per il tramite di investitori istituzionali (società di assicurazione-vita, fondi-pensioni, fondi comuni di investimento) rispetto alla loro detenzione diretta.

Un forte aumento dei corsi azionari come quello avutosi nel 1985 esercita probabilmente un effetto di stimolo sulla spesa, specialmente se esso è considerato permanente e non si limita a compensare l'inflazione. Si può ritenere che ciò avvenga sia attraverso gli effetti di ricchezza sulla spesa per consumi sia attraverso l'impatto sugli investimenti fissi della variazione nel rapporto fra la capitalizzazione di mercato delle imprese ed il costo di rimpiazzo del capitale investito. *Coeteris paribus*, gli effetti di ricchezza potrebbero altresì tendere a ridurre il risparmio, nella misura in cui il maggior valore della ricchezza detenuta è considerato sostitutivo dell'accumulazione ulteriore di attività. In questo caso, tali effetti di ricchezza potrebbero aver diminuito l'efficacia dei meccanismi equilibratori della configurazione risparmio/investimento negli Stati Uniti, riducendo le quote di reddito corrente destinato al risparmio ed aumentando la spesa per investimenti. Negli altri paesi essi potrebbero, per contro, aver rafforzato tali meccanismi equilibratori.

L'ascesa dei corsi azionari si ripercuote altresì sul rapporto indebitamento/capitale proprio delle imprese. In generale, un basso rapporto è considerato come indicativo di una solida situazione finanziaria. Vi sono tuttavia marcate differenze fra i paesi per quanto riguarda il quoziente di indebitamento giudicato "accettabile", le quali derivano dalle caratteristiche del sistema finanziario e tributario e dalle

Rapporto fra indebitamento e capitale proprio nel settore delle società non finanziarie¹

Paesi	1966-73	1974-79	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Stati Uniti	0,54	0,96	0,77	0,92	0,87	0,78	0,90	0,83
Giappone	3,08	3,31	3,14	2,91	2,92	2,68	2,11	1,82 ²
Germania ³	2,38	3,36	3,85	4,13	4,11	3,48	3,42	2,39
Francia	1,17 ⁴	1,33	1,23	1,40	1,55	1,56	-	-
Regno Unito	0,67	1,38	1,13	1,23	1,03	0,87	0,74	0,70 ²
Canada	0,99	1,22	1,14	1,27	1,34	1,14	1,12	1,08 ²

¹ Passività lorde (esclusi il capitale proprio ed i crediti commerciali) in rapporto al valore di capitalizzazione di mercato; per Francia e Canada, valore di bilancio del capitale. ² Indici stimati. ³ Settore imprese ad esclusione dell'edilizia residenziale. ⁴ 1970-73.

Fonti: conti finanziari nazionali e statistiche finanziarie dell'OCSE.

aspettative di sviluppo. Data l'esuberanza dei mercati azionari negli ultimi anni, nella maggior parte dei paesi si è prodotto un rafforzamento della posizione di bilancio delle imprese (cfr. la tabella precedente). In Germania, Giappone e Regno Unito il valore del rapporto di indebitamento è sceso di oltre un terzo dal 1981. In congiunzione con tassi di interesse calanti ciò ha altresì determinato una più bassa incidenza del costo dell'indebitamento sugli utili (cioè una diminuzione della quota di reddito assorbita dagli interessi passivi netti). Negli Stati Uniti, per contro, il ritiro di azioni e l'ampio volume di nuove emissioni di strumenti debitori ha evitato che si producesse negli ultimi anni un consistente calo del rapporto passività/capitale proprio.

La diminuzione di tale quoziente al di fuori degli Stati Uniti e la rapida crescita del saggio di remunerazione del capitale azionario rispecchiano il generale miglioramento della situazione finanziaria delle imprese che si è avuto in molti paesi negli anni recenti. Come è indicato nel Capitolo II, in Europa vi è stato un incremento della quota dei profitti lordi sul PNL, e tutti i maggiori paesi hanno fatto segnare una certa ripresa dei tassi reali di redditività del capitale investito a partire dagli inizi degli anni ottanta, sia in termini assoluti sia in relazione ai tassi di interesse reali. Nell'insieme questi sviluppi fanno ritenere che negli ultimi anni vi sia stato un significativo rafforzamento della struttura finanziaria delle imprese e degli incentivi ad investire, in particolare modo in Europa.

I mercati finanziari nel 1985

Tassi di interesse. I tassi di interesse a breve negli Stati Uniti sono calati nel primo e secondo trimestre dello scorso anno, per poi risalire leggermente nel secondo semestre. La flessione iniziale si ricollega in gran parte ad un allentamento della politica monetaria, attuato in risposta al più lento ritmo di crescita economica. I tassi a breve hanno subito nuovamente una riduzione agli inizi di quest'anno, in parte coordinata con cali negli altri maggiori paesi industriali. I tassi di interesse a lungo termine hanno continuato a scendere durante tutto l'anno, determinando un sensibile appiattimento della curva dei rendimenti. Sul piano interno hanno avuto un

certo ruolo nell'abbassare i tassi di interesse le aspettative di una riduzione del disavanzo federale per effetto della proposta di legge Gramm-Rudman-Hollings, unitamente all'orientamento piú condiscendente nel breve periodo assunto dalla politica monetaria statunitense, mentre le diminuite aspettative inflazionistiche, tanto negli Stati Uniti quanto negli altri paesi, hanno contribuito a far scendere i tassi di inflazione nominali a livello mondiale. Data la stabilità del tasso di inflazione negli Stati Uniti durante il 1985, anche i tassi di interesse reali hanno segnato una certa flessione.

Anche in Giappone i tassi di interesse a lungo termine sono calati moderatamente in termini sia nominali sia reali. Il differenziale rispetto al tasso reale dei titoli del Tesoro USA a lunga scadenza è rimasto comunque considerevole. Per gli investitori giapponesi ha continuato così ad esservi un incentivo in termini di tassi di interesse ad acquisire attività verso gli Stati Uniti. I tassi giapponesi a breve si sono comportati in modo assai diverso rispetto a quelli a lungo termine. A seguito dell'accordo di settembre dei cinque maggiori paesi industriali e dato l'intento di accrescere il valore esterno dello yen, le autorità nipponiche hanno indotto un aumento dei tassi di interesse a breve nel quarto trimestre, interrompendo così il movimento discendente in atto dal 1982. Per effetto di queste variazioni la curva dei rendimenti ha assunto una pronunciata inclinazione negativa, facendo sorgere il timore che la restrizione monetaria avrebbe condotto ad un indebolimento della domanda interna. Pertanto, dopo che ha avuto luogo un certo apprezzamento dello yen, la politica monetaria è stata in parte allentata, e agli inizi del 1986 i tassi di interesse a breve hanno ripreso a calare.

Nel Regno Unito e in Italia i tassi di interesse a breve sono stati parimenti influenzati da considerazioni di tasso di cambio. La speculazione contro la sterlina agli inizi del 1985 aveva condotto ad un forte aumento dei tassi bancari attivi di base, i quali stavano lentamente ridiscendendo agli inizi di quest'anno, allorché la moneta britannica è stata nuovamente oggetto di pressioni. In questo caso, tuttavia, la causa del deprezzamento della sterlina — il calo dei prezzi del petrolio — era chiaramente di natura fondamentale. I tassi di base sono stati elevati soltanto di un punto percentuale, in connessione con un deprezzamento sensibile della sterlina; nel marzo successivo i tassi a breve sono tuttavia stati nuovamente abbassati in egual misura. I tassi a lungo termine sul mercato britannico sono nel frattempo calati leggermente, accentuando l'inclinazione negativa della curva dei rendimenti. Il calo dei tassi di interesse a lunga potrebbe essere stato indotto da una contrazione della domanda di fondi a lungo termine da parte del settore pubblico a seguito dell'abbandono della politica di *overfunding* sul mercato dei titoli di Stato. In Italia i tassi a breve sono calati fino a novembre, quando i deflussi di fondi hanno reso necessario un inasprimento delle condizioni monetarie per impedire un debordamento della lira dalla fascia di oscillazione dello SME. I tassi a lungo termine sono scesi leggermente e sono rimasti ben al disotto di quelli a breve, proseguendo la tendenza in atto dal 1982.

In Germania i tassi di interesse a breve sono calati durante la maggior parte dell'anno, dopo un aumento iniziale nel primo trimestre. I tassi a lungo termine sono scesi in misura leggermente inferiore. Poiché in un primo tempo il tasso di inflazione è rimasto pressoché invariato, vi è stato altresí un calo del costo reale del credito. In certa misura queste variazioni sono state condizionate dal declino dei

tassi di interesse negli Stati Uniti. Durante il 1985 anche in Francia i tassi di interesse hanno avuto un andamento discendente, specialmente nel segmento a breve. Questi cali possono parimenti essere collegati a tendenze internazionali, soprattutto a quella manifestatasi in Germania, il maggiore *partner* della Francia nell'ambito dello SME. Essi potrebbero tuttavia anche essere connessi, a differenza di quanto avvenuto in altri paesi considerati, alla sensibile riduzione dell'inflazione nel corso dell'anno.

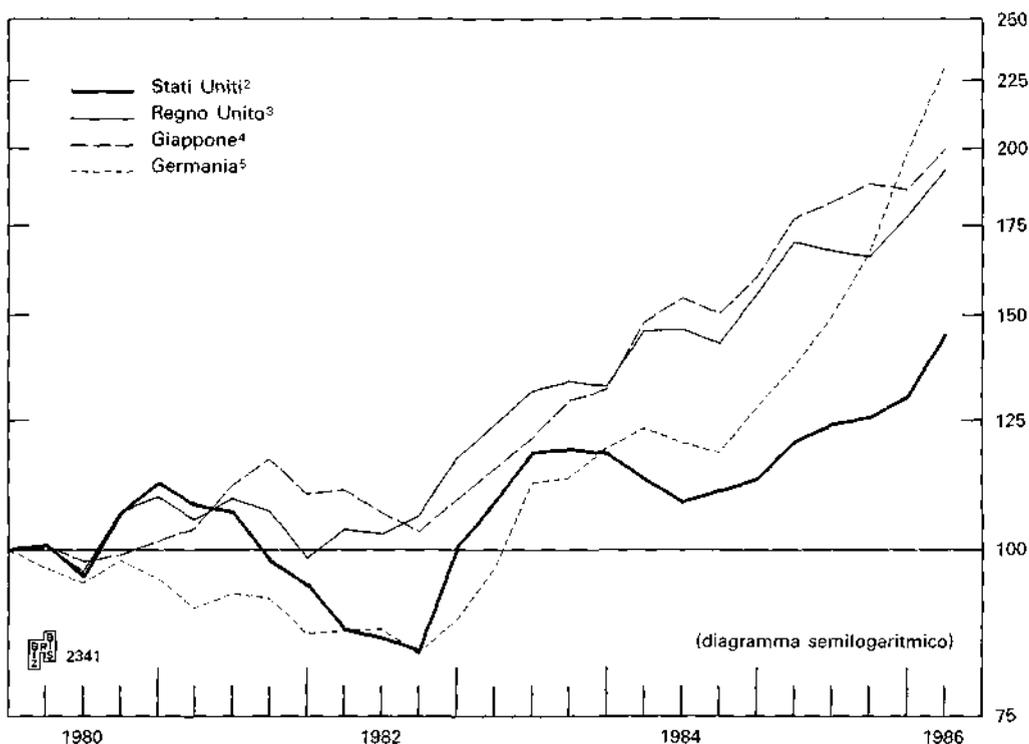
Alla base del calo dei tassi di interesse possono essere individuati alcuni fattori comuni. In primo luogo, il perdurare nel 1985 di bassi livelli di inflazione in molte economie maggiori ha contribuito a ridurre i tassi di interesse del mercato. In particolare, l'orientamento a piú lungo termine della politica monetaria in molti paesi ha agito nel senso di smorzare le aspettative di una recrudescenza dell'inflazione. Anche la flessione dei prezzi delle materie prime, in special modo la debolezza del cartello OPEC, ha senz'altro indotto un ridimensionamento dei tassi attesi di inflazione, sebbene questo fattore possa rivelarsi soltanto di natura transitoria. Negli Stati Uniti la minore importanza attribuita all'aggregato monetario M_1 ed il deprezzamento subito finora dal dollaro non paiono aver avuto grossi effetti sulle aspettative di inflazione nel breve periodo, mentre l'allentamento della politica monetaria ha ridotto in via diretta i tassi di interesse.

Nonostante il calo intervenuto durante il 1985, i tassi di interesse reali permangono alquanto elevati rispetto agli anni sessanta e settanta. Mentre durante quest'ultimo decennio i tassi di interesse reali erano stati compressi dalla crescente inflazione e dal ristagno economico, è forse piú sorprendente il fatto che essi si mantengano oggi piú alti che negli anni sessanta. L'inflazione si situava allora a livelli analoghi a quelli odierni e la pressione della domanda era piú forte, almeno in Europa. Forse il fattore piú importante è costituito dalla maggiore domanda di credito determinata negli ultimi anni dagli spostamenti, di cui si è trattato in precedenza, nella configurazione del risparmio, degli investimenti e dei disavanzi pubblici.

L'attività sui mercati azionari. I corsi azionari sono saliti rapidamente in termini reali in molte delle principali borse valori. Come mostrano la tabella a pagina 72 ed il grafico a pagina 79, tali condizioni di *boom* sono state presenti a New York, Tokio, Londra, Francoforte, Toronto, Parigi, Milano ed in altri centri finanziari. E' difficile individuare i fattori alla base delle variazioni degli indici azionari, poiché esse dipendono dalle aspettative di profitto, nonché dall'attività di emissione e da una serie di fattori speculativi di piú breve periodo. Nondimeno, il calo dei tassi di interesse osservato nel 1985 ha senza dubbio stimolato la domanda di titoli azionari. In secondo luogo, la caduta dei prezzi delle materie prime ha migliorato le prospettive di redditività delle industrie trasformatrici, in antitesi al calo del valore reale delle azioni avutosi verso la metà degli anni settanta. Infine, la crescente disponibilità degli investitori a negoziare strumenti di emittenti esteri ha determinato una maggiore domanda di titoli da parte di non residenti in mercati caratterizzati in precedenza da uno spessore relativamente modesto, come quelli ad esempio di diversi paesi europei. La recente espansione del settore istituzionale interno ha parimenti comportato un sensibile aumento delle transazioni in alcuni di questi mercati, come ad esempio in Italia. Va aggiunto che in diversi paesi dell'Europa sono state ridotte negli ultimi anni le imposte di bollo e le tasse sulla negoziazione di valori mobiliari.

Corsi azionari in termini reali nelle principali borse valori; 1980-86¹

Quarto trimestre 1979 = 100



¹ Corretti per le variazioni dell'indice dei prezzi al consumo. ² Indice azionario Standard and Poor. ³ Indice delle azioni ordinarie del Times. ⁴ Indice generale della Borsa di Tokio. ⁵ Indice generale della Frankfurter Allgemeine.

E' verosimile che i corsi azionari siano stati sospinti verso l'alto anche dalle operazioni di acquisizione di controllo. Nel 1985 queste hanno avuto una dimensione particolarmente rilevante negli Stati Uniti e nel Regno Unito, ma sono state importanti anche in Italia e in Germania. Un altro tipo di operazioni che ha caratterizzato il mercato azionario negli Stati Uniti e nel Regno Unito è costituito dalle *management buy-outs* (acquisizione del capitale di una società da parte degli amministratori). Le predette operazioni sono analoghe in quanto ambedue comportano l'acquisto del pacchetto azionario di una società da parte di operatori che giudicano inadeguata la valutazione di mercato dell'impresa in rapporto alla sua potenziale redditività.

Le operazioni di acquisizione di controllo azionario mostrano un andamento a "ondate", con fasi di particolare intensità verso la fine degli anni sessanta e nei primi anni settanta. Ciascuna di queste fasi si è accompagnata a crescenti corsi azionari in termini reali ed ha mostrato una forte componente ciclica. Un ulteriore presupposto è peraltro costituito dall'ampia disponibilità di mezzi finanziari. La recente ondata di acquisizioni è stata finanziata in parte con fondi mutuati, sotto forma di emissioni obbligazionarie negli Stati Uniti e di crediti bancari altrove, e in parte attingendo alle risorse interne delle imprese. In analoghe fasi precedenti le operazioni erano state finanziate in più ampia misura mediante aumenti di capitale. Un aspetto tipico dell'evoluzione recente negli Stati Uniti è stato l'impiego delle

cosiddette *junk bonds*, ossia di obbligazioni non di prim'ordine emesse da piccole imprese "predatrici" per finanziare l'acquisizione di società scelte come obiettivo, fornendo in garanzia le attività di queste ultime. In tal modo si rendono possibili acquisizioni di dimensioni estremamente ampie, partendo da una modesta base patrimoniale. Questa forma di finanziamento non era disponibile su vasta scala in periodi precedenti. Fra i fattori che hanno concorso all'attuale ondata di acquisizioni vanno inoltre annoverate la liquidità accumulata dalle imprese e la forte espansione delle attività dei fondi-pensione in rapporto agli impegni correnti. In molti casi tali istituzioni presentano un attivo patrimoniale di facile realizzo e costituiscono pertanto un obiettivo allettante per operazioni ostili di acquisizione.

In generale l'ascesa delle quotazioni azionarie si ripercuote favorevolmente sia sulla posizione finanziaria delle società sia sulla ricchezza dei detentori di azioni. Nella misura in cui tali effetti positivi saranno mantenuti, essi dovrebbero migliorare le prospettive di crescita economica nei prossimi anni. La crescita dovrebbe risultare altresì stimolata direttamente dai recenti cali dei tassi di interesse, per lo meno nella misura in cui essi non determinano una diminuzione dei redditi netti da interessi del settore famiglie, e quindi un rallentamento della dinamica dei consumi.

Operazioni di raccolta di fondi sui mercati dei capitali. Lo scorso anno negli Stati Uniti il credito totale in essere è aumentato del 14%, rispetto ad una crescita del 5,7% del PNL nominale. E' così proseguito a pieno ritmo l'incremento del rapporto fra le due grandezze, suscitando preoccupazioni presso le autorità circa le conseguenze per la stabilità finanziaria.

Negli Stati Uniti nel 1985 l'ammontare dei fondi raccolti dal settore pubblico in rapporto al PNL è salito fortemente rispetto all'anno precedente. Le famiglie hanno fatto pesantemente ricorso al credito per mantenere il livello di spesa malgrado la più lenta crescita del reddito, mentre le imprese statunitensi hanno riacquisito un ulteriore ingente ammontare di azioni in circolazione. Nonostante che le imprese si siano indebitate in misura minore, sono sorti dubbi riguardo all'affidabilità di taluni mutuatari, specialmente in connessione con l'accresciuta importanza delle *junk bonds* di cui si è detto poc'anzi, che hanno rappresentato il 30% delle emissioni obbligazionarie di società USA nel 1985. Di riflesso ai timori concernenti la stabilità dei mercati, la Riserva federale ha stabilito dei margini di copertura obbligatori sugli acquisti di azioni finanziate con crediti garantiti principalmente con i titoli azionari oggetto dell'acquisizione.

E' degno di nota il fatto che, rispetto al 1984, le società statunitensi si sono finanziate maggiormente attraverso le emissioni obbligazionarie, facendo meno ricorso al credito bancario. L'attività di emissione si è altresì spostata verso l'euromercato, sul quale è stato collocato il 30% dei nuovi prestiti obbligazionari. In certa misura questo spostamento verso il mercato mobiliare ha costituito una normale conseguenza del calo dei tassi a lungo termine, che ha indotto le imprese a consolidare il debito a breve. Tuttavia, a favore dell'emissione di titoli negoziabili hanno agito anche fattori di fondo, i quali saranno trattati più avanti.

Il mercato dei capitali del Canada ha presentato sviluppi in parte simili a quelli del mercato statunitense, e in particolare l'ulteriore forte indebitamento dell'amministrazione pubblica unitamente ad un ingente ricorso al credito da parte delle famiglie per finanziare l'acquisto di abitazioni e di beni di consumo durevoli. Il settore imprese si è invece comportato in modo alquanto diverso rispetto agli Stati

Fondi raccolti dai settori interni non finanziari¹

Paesi	Anni	Settore imprese				Settore famiglie		Settore pubblico	Totale
		Azioni	Obbligazioni	Crediti ³	Totale	Credito per abitazioni	Altri crediti		
in percentuale del PNL/PIL									
Stati Uniti	1982	0,4	1,1	2,7	4,2	1,6	1,2	5,9	12,9
	1983	0,8	0,8	3,1	4,7	3,2	2,3	6,6	16,8
	1984	- 2,0	1,7	5,8	5,5	3,4	2,9	6,5	18,3
	1985	- 2,0	2,3	3,5	3,8	3,8	3,7	8,8	20,1
Giappone	1982	0,8	0,6	7,6	9,0	1,7	1,9	8,2	20,9
	1983	0,5	0,6	7,4	8,5	1,3	2,3	9,4	21,5
	1984	0,6	0,8	7,3	8,7	1,1	2,0	7,1	18,9
	1985 ⁴	0,5	0,9	8,5	9,9	0,9	1,2	6,3	18,3
Germania	1982	0,3	0,2	4,2	4,7	2,8	0,6	4,3	12,4
	1983	0,3	0,0	4,3	4,6	3,5	0,7	3,4	12,3
	1984	0,3	0,1	4,3	4,7	3,1	0,6	2,7	11,1
	1985	0,4	0,3	4,0	4,7	1,9	0,7	2,4	9,7
Francia	1982	1,2	0,9	6,7	8,9		4,2	7,2	20,3
	1983	1,7	0,8	5,9	8,4		3,9	4,7	17,0
	1984	1,8	0,7	4,0	6,5		3,1	5,0	14,6
	1985	2,2	0,8	3,8	6,8		4,0	4,5	15,3
Regno Unito	1982	0,3	0,0	3,1	3,4	5,1	1,6	3,4	13,5
	1983	0,6	0,1	1,7	2,4	4,8	1,8	3,7	12,7
	1984	0,3	0,1	2,7	3,1	5,3	1,3	4,2	13,9
	1985 ⁴	0,9	0,2	1,9	3,0	5,1	2,0	2,9	13,0
Italia	1982	1,5	1,0	5,0	7,5		1,0	16,3	24,8
	1983	2,3	0,4	6,8	9,5		0,8	17,0	27,3
	1984	1,9	0,3	7,5	9,7		1,0	16,7	27,4
	1985 ⁴	2,3	0,3	6,5	9,1		0,9	16,6	26,6
Canada	1982	1,1	0,8	1,9	3,8	0,9	- 2,9	10,1	11,9
	1983	1,6	0,8	- 1,3	1,1	3,0	0,9	9,4	14,4
	1984	2,1	0,4	0,9	3,4	2,0	1,7	9,3	16,4
	1985	2,2	0,3	2,4	4,9	3,1	1,7	9,3	19,0

¹ I dati differiscono concettualmente da paese a paese. ² Per il Giappone, il Regno Unito e il Canada, l'indebitamento delle imprese pubbliche è incluso nell'indebitamento del settore pubblico e l'indebitamento del settore dell'edilizia residenziale in Germania è incluso nel credito alle famiglie. ³ Include i titoli del mercato monetario e l'indebitamento verso l'estero. ⁴ Dati provvisori o stimati.

Fonti: conti finanziari nazionali.

Uniti. Nel 1985 questo settore ha mostrato una netta espansione dell'indebitamento, rispecchiata in un accumulo di scorte e in maggiori investimenti fissi. Vi è stato altresì un considerevole volume di emissioni azionarie, in contrasto con quanto avvenuto negli Stati Uniti.

In Giappone la raccolta di fondi sui mercati dei capitali ha principalmente rispecchiato l'ulteriore espansione congiunturale dell'indebitamento del settore imprese. Tale espansione ha assunto per lo più la forma di crediti, ma anche le emissioni di obbligazioni hanno segnato un certo aumento. Nella maggior parte dei paesi europei l'aumento della redditività ha consentito di finanziare gli investimenti senza incrementare sensibilmente il ricorso a fondi esterni. Nel Regno Unito una parte considerevole dei fondi raccolti dal settore delle imprese è stata impiegata per finanziare operazioni di acquisizione di controllo. Le autorità britanniche hanno emanato una disposizione con la quale si richiede alle banche di limitare la loro esposizione creditizia in casi del genere. Anche l'indebitamento delle famiglie nel Regno Unito è stato estremamente sostenuto, ed il credito per l'acquisto di abitazioni ha, da solo, superato i fondi complessivamente raccolti dal settore

imprese. Vi sono indicazioni che una larga parte del credito all'edilizia abitativa sia stata di fatto destinata ad altri scopi. Per contro, l'indebitamento delle famiglie è rimasto ad un livello relativamente basso in Germania, Giappone e Francia. In linea con la politica di riequilibrio del bilancio, il fabbisogno di indebitamento del settore pubblico ha continuato a calare, particolarmente in Giappone, in Germania e nel Regno Unito, sebbene in quest'ultimo paese la riduzione sia stata in parte dovuta alla vendita di attività del settore pubblico. In Europa e in Giappone la restrizione della spesa pubblica ha fatto sì che la crescita della domanda di credito del settore privato potesse essere soddisfatta senza un aumento particolarmente consistente dell'attività netta di finanziamento sul mercato dei capitali. E' quindi rilevabile un andamento contrastante fra questi paesi e gli Stati Uniti nella dimensione relativa dell'indebitamento del settore pubblico e delle imprese, mentre soltanto nel Regno Unito vi è stata un'espansione comparabile del credito ottenuto dal settore famiglie.

In sintesi, il 1985 ed i primi mesi del 1986 hanno fatto registrare un considerevole calo dei tassi di interesse del mercato e forti rialzi dei corsi azionari. In alcuni paesi, segnatamente gli Stati Uniti ed il Canada, i settori interni non finanziari hanno accresciuto la loro raccolta di fondi in rapporto al PNL. Se da un lato questo andamento può in linea generale essere collegato al ciclo economico, gli squilibri fra risparmio e investimento trattati precedentemente si sono manifestati nell'ingente ricorso al credito da parte dell'amministrazione pubblica degli Stati Uniti e del Canada, così come nell'elevato livello dell'indebitamento delle famiglie.

L'espansione dei mercati mobiliari ed il ruolo degli investitori istituzionali

Lo scorso anno ha mostrato una considerevole espansione delle operazioni in titoli sui mercati nazionali ed internazionali. Negli Stati Uniti, in Giappone, Germania e Francia il volume delle nuove emissioni lorde di obbligazioni tradizionali e di titoli assimilabili ha superato nel 1985 quello degli anni precedenti (cfr. la tabella seguente). La crescita delle emissioni negli ultimi anni è stata alquanto marcata anche su base netta (cfr. tabella a pagina 81). A partire dal 1982 sull'euromercato le obbligazioni ed altri tipi di strumenti negoziabili hanno viepiù accresciuto la loro importanza a scapito dei crediti bancari consorziali. In tempi recenti vi è stata una rapida espansione delle *euronotes*, benché il loro ammontare in essere resti ancora relativamente modesto. La crescita del volume delle operazioni non ha riguardato soltanto l'attività di emissione, in quanto l'ammontare delle transazioni del mercato secondario ha parimenti segnato un netto incremento. Inoltre, in diversi paesi sono stati introdotti cambiamenti di natura amministrativa che hanno aperto la via all'ulteriore sviluppo dei mercati mobiliari. In Giappone, Germania, Francia e nei Paesi Bassi è stata autorizzata l'emissione di nuovi strumenti negoziabili. Nel Regno Unito, in Francia e nei Paesi Bassi è stato attuato o annunciato un allentamento delle restrizioni poste alla concorrenza nella sottoscrizione e negoziazione dei titoli; infine, in Francia e in Giappone sono state aperte delle sezioni di Borsa per la trattazione di *futures*.

L'espansione dell'attività sui mercati mobiliari avutasi lo scorso anno è stata in parte di natura congiunturale; tuttavia un ruolo significativo va attribuito ai cambiamenti tendenziali intervenuti nella struttura del sistema finanziario. Con il processo di innovazione, per una vasta gamma di mutuatari l'emissione di titoli

Emissioni obbligazionarie lorde

Paesi e settori	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	in percentuale del PNL					
Stati Uniti						
Tesoro	5,4	5,4	6,7	7,9	8,7	9,4
Imprese non finanziarie	2,8	2,2	2,9	3,2	4,2	7,0
Istituzioni finanziarie	1,7	1,8	2,2	1,7	1,9	2,4 ¹
Resto del mondo	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Totale	10,0	9,5	11,9	12,8	14,9	18,9
Giappone						
Tesoro	6,8	7,0	6,8	8,7	7,3	7,5
Imprese non finanziarie	2,1	2,4	2,6	2,8	3,2	3,5 ¹
Istituzioni finanziarie	6,2	5,9	6,7	7,2	7,1	7,9
Resto del mondo	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5
Totale	15,3	15,6	16,3	19,0	18,0	19,4
Germania						
Tesoro	1,5	1,7	2,6	2,6	2,6	3,1
Imprese non finanziarie	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4
Istituzioni finanziarie ²	9,5	11,8	12,5	13,8	12,9	14,7 ¹
Resto del mondo	0,4	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Totale	11,8	13,9	15,7	16,9	16,2	18,4
Francia						
Tesoro	1,6	0,9	1,3	1,6	2,3	2,5
Imprese non finanziarie	0,5	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7
Istituzioni finanziarie	1,9	2,1	2,2	2,5	2,6	3,3
Resto del mondo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Totale	4,0	3,4	4,3	4,9	5,6	6,6
Regno Unito						
Tesoro	6,9	5,3	4,1	5,2	4,6	4,4
Imprese non finanziarie	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3
Istituzioni finanziarie	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Resto del mondo	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2
Totale	7,0	5,6	4,5	5,6	5,0	4,9

¹ Stime. ² Compresi i certificati di credito.

Fonte: OCSE, "Financial Statistics Monthly".

negoziabili è divenuta un'attraente alternativa al credito bancario. Alcuni prenditori che godono di buona rinomanza sul mercato sono stati in grado di ottenere fondi a tassi inferiori a quelli mediamente pagati sul mercato interbancario. Ciò è particolarmente evidente sull'euromercato, dove sono state emesse in misura crescente *euromotes* di prim'ordine a tassi al disotto del LIBOR e senza impegno di sottoscrizione.

Le possibilità di scorporare le componenti degli strumenti finanziari e la tendenza da parte delle banche ad applicare in forma esplicita le commissioni sui pagamenti e sui servizi finanziari hanno facilitato la crescita delle emissioni di valori mobiliari. Per gli emittenti di prim'ordine è risultato più facile ottenere il servizio dei pagamenti ed altri servizi finanziari diversi dall'erogazione di credito da determinate istituzioni e raccogliere fondi sul mercato a proprio nome senza il sostegno di garanzia. Anche i mutuatari di secondo rango hanno attinto fondi in misura crescente sui mercati mobiliari, sebbene in questo caso sia spesso utile, e talvolta indispensabile, una garanzia o una linea di credito bancaria. La concessione di facilitazioni collegate all'emissione di titoli consente alle banche di addebitare direttamente i costi connessi all'accertamento dell'affidabilità di credito del cliente.

Gli *swaps* costituiscono un'altra forma di operazione fuori-bilancio che ha agito da stimolo nella crescita dei mercati mobiliari. Essi consentono ad un emittente che beneficia di un vantaggio relativo in un certo segmento del mercato di scambiare il diritto agli interessi o la denominazione monetaria inerenti ad un dato strumento creditizio con un altro operatore che gode di un vantaggio relativo in un diverso segmento del mercato. La tecnica di *swap* implica che l'emissione di titoli non è condizionata dal fabbisogno dell'emittente di un particolare tipo di fondi. Secondo le indicazioni fornite dagli operatori di mercato, la recente forte crescita delle emissioni di obbligazioni a tasso fisso può essere attribuita in misura significativa a tale tecnica, sebbene abbia avuto un ruolo importante anche la tendenza calante dei tassi di interesse.

Le banche hanno contribuito anche in modo diretto all'espansione del mercato dei titoli e degli strumenti ad essi assimilati attraverso il rilascio di passività – certificati di credito, *notes*, obbligazioni e certificati di deposito negoziabili – che presentano più strette analogie con i titoli mobilizzabili che non i tradizionali depositi a scadenza. E' degno di nota il fatto che ciò sia accaduto anche in quei paesi, come la Germania ed il Giappone, dove il ritmo di cambiamento nella composizione dei bilanci bancari è stato più contenuto, e dove certe categorie di banche finanziano già da lungo tempo i propri impieghi con l'emissione di obbligazioni.

Provvista delle banche sul mercato degli strumenti finanziari*

Paesi	1966-72	1973-79	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	in percentuale delle passività totali							
Stati Uniti	12,3	23,6	28,6	30,6	29,9	25,1	24,1	23,6
Giappone	8,3	11,7	11,3	10,6	11,7	12,3	13,2	14,3
Germania	15,2	18,4	18,8	20,2	22,8	23,0	24,4	24,5
Regno Unito . . . . .	.	8,1	8,8	11,1	12,2	12,7	12,0	10,1

* La provvista delle banche sui mercati degli strumenti finanziari comprende i fondi raccolti attraverso i seguenti canali: cessioni temporanee di titoli, *federal funds* e grossi depositi a termine di soggetti non bancari nel caso degli Stati Uniti; certificati di deposito ed obbligazioni bancarie nel caso del Giappone; obbligazioni valutate al prezzo di mercato nel caso della Germania; certificati di deposito in tutte le valute nel caso del Regno Unito. Per quest'ultimo paese i dati sono disponibili soltanto a partire dal 1975.

Fonti: statistiche e definizioni nazionali.

In diversi casi i nuovi strumenti devono la loro esistenza o la loro espansione alla natura ed al grado relativo di restrizione della normativa in vigore. In Giappone vi è stato un aumento del volume dei certificati di deposito negoziabili di grosso taglio dato che essi non sono soggetti a limiti di tasso di interesse e poiché vi è stato un allentamento dei vincoli posti alla loro emissione e negoziazione. Le emissioni di obbligazioni e *notes* bancarie si sono accresciute in taluni paesi in quanto le banche hanno avuto la facoltà di computare le passività postergate – che per molti aspetti sono simili agli strumenti del mercato monetario – fra le componenti dei fondi propri prescritti. La rimozione di impedimenti legali all'attività dei fondi comuni di investimento in Italia ha aperto la via alla loro rapida espansione nel 1985 e nella prima parte del 1986 ed ha agito da stimolo sui mercati degli strumenti finanziari.

L'evoluzione dei ruoli delle diverse istituzioni finanziarie

Nonostante l'ingente espansione delle nuove emissioni di titoli e di strumenti assimilabili non vi è stato un aumento dell'importanza relativa delle attività finanziarie (obbligazioni e azioni) detenute in via diretta. La quota dei depositi tradizionali nel portafoglio delle famiglie e delle imprese ha subito un calo in diversi paesi maggiori. Tuttavia, questa diminuzione è stata compensata dall'aumento delle attività delle famiglie verso i fondi-pensione, le società di assicurazione del ramo vita, i fondi comuni di investimento ed altri tipi di intermediari, comunemente definiti come investitori istituzionali, che detengono larga parte delle proprie attività sotto forma di valori mobiliari (cfr. tabella a pagina 73).

Il cambiamento dell'importanza relativa delle istituzioni raccogliatrici di depositi e degli investitori istituzionali denota uno spostamento nella sede dell'intermediazione finanziaria, nonché nell'entità e nel tipo del rischio sopportato da queste due categorie di istituzioni. Gli investitori istituzionali svolgono in parte la funzione di ripartizione dei rischi e di trasformazione finanziaria precedentemente assolta dalle banche. Le attività e passività bancarie assumono in misura crescente caratteristiche analoghe a quelle dei titoli, in quanto una quota sempre maggiore di esse è negoziabile. Inoltre, le banche dispongono di un maggiore margine di manovra per la gestione delle esposizioni in termini di tassi di interesse, di tassi di cambio e di flusso di cassa, in virtù di nuovi strumenti finanziari come gli *swaps*, i *financial futures* e le opzioni. Il rischio di credito si presta meno ad una manovra diretta mediante tali tecniche. Tuttavia, queste ultime possono essere di ausilio indirettamente. Le banche possono ad esempio premunirsi meglio di fronte al maggiore rischio di credito riducendo le asimmetrie in termini di tassi di interesse, di valute o di scadenze.

La forte domanda di titoli, in larga misura attribuibile alla crescente importanza degli investitori istituzionali, unitamente all'esplicitazione delle commissioni applicate sui servizi di pagamento, permette alle banche di aumentare gli introiti per provvigioni e di diversificare le proprie fonti di reddito. Al tempo stesso, il ristagno della domanda di crediti bancari da parte di mutuatari di prim'ordine e l'intensa concorrenza nella raccolta di depositi hanno fatto rallentare la crescita dei proventi per interessi. Durante gli ultimi anni negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Germania e in Italia è andato crescendo nei conti economici delle banche il rapporto fra i proventi per commissioni e quelli per interessi netti.

Parallelamente a questi cambiamenti nella natura dell'attività bancaria vi è stato un inasprimento della concorrenza, dato il convergere delle categorie di operazioni e delle funzioni svolte sul mercato dalle istituzioni raccogliatrici di depositi e dagli investitori istituzionali. Nei paesi in cui la raccolta di depositi e le operazioni in titoli sono separate per legge (Stati Uniti e Giappone) oppure per consuetudine (Regno Unito), la concorrenza e la convergenza si sono manifestate nell'attività di emissione, di negoziazione e di gestione fiduciaria. Sui mercati internazionali la demarcazione fra banche e istituti di investimento mobiliare si è attenuata ancora più rapidamente che nei mercati nazionali. Entrambi i tipi di istituzioni svolgono ora un ruolo importante sull'euromercato, indipendentemente dalle limitazioni che possono valere nei rispettivi mercati nazionali.

In considerazione del convergere delle operazioni compiute dalle differenti istituzioni, sono state allentate talune restrizioni poste alla loro attività. Ad esempio, in molti casi sono stati resi meno stringenti o aboliti i vincoli ai tassi di interesse o i massimali all'espansione degli impieghi. Francia e Giappone sono gli unici fra i maggiori paesi industriali in cui continuano ad essere in vigore limitazioni sui tassi di interesse relativamente ad una certa gamma di depositi; tuttavia, anche in questi due paesi vi è stata una liberalizzazione di determinate categorie di tassi, o allentando i vincoli esistenti o autorizzando l'introduzione di nuovi strumenti finanziari non soggetti a restrizioni. Analogamente, nella conduzione della politica monetaria vi è stata la tendenza a fare meno affidamento sul controllo diretto degli impieghi bancari o dell'espansione creditizia, benché vi siano circostanze in cui alcuni paesi considerano tuttora utile il ricorso a tali strumenti (cfr. Capitolo VI).

Peraltro si è presentata in primo piano la questione concernente i tipi di strumenti finanziari ammessi e le categorie di operazioni che le banche e le altre istituzioni possono effettuare. Lo scorso anno vi sono stati importanti cambiamenti nella gamma delle attività finanziarie autorizzate in un certo numero di paesi. Nel giugno 1985 è stato aperto in Giappone un mercato delle accettazioni bancarie denominate in yen. Nel dicembre 1985 la Bundesbank ha deciso di consentire alle banche residenti in Germania di emettere certificati di deposito negoziabili denominati in marchi, assoggettandoli all'obbligo di riserva dal maggio 1986, limitatamente alle scadenze inferiori a due anni. Le banche tedesche sono state altresì autorizzate ad operare come capofila in emissioni denominate in marchi di obbligazioni a cedola zero ed a tasso fluttuante, nonché di altri strumenti in uso sul mercato finanziario internazionale. Provvedimenti di natura simile sono stati adottati nei Paesi Bassi; in quest'ultimo paese e nel Regno Unito è stata autorizzata l'emissione di carta commerciale.

Per quanto concerne il ventaglio di nuovi strumenti, la più ampia riforma della regolamentazione durante lo scorso anno è quella avutasi in Francia. Nel marzo 1985 le banche sono state autorizzate ad emettere certificati di deposito con una gamma di scadenze che si estende ora da sei mesi a sette anni. Con decorrenza dall'inizio del 1986 è stata data la facoltà alle società di rilasciare carta finanziaria a condizione che l'emissione sia appoggiata da una linea *standby* accordata da un'istituzione finanziaria. Nel dicembre 1985 le società e le persone fisiche sono state autorizzate ad investire in titoli a breve del Tesoro, che precedentemente potevano essere acquistati soltanto dalle banche o da specifici investitori. Tuttavia, le restrizioni ancora in vigore pongono un freno alla crescita del volume effettivo dei nuovi strumenti finanziari. Fra i vincoli più notevoli vi sono le restrizioni in termini di scadenza e di taglio minimo (FF 5 milioni) in vigore per tutti questi strumenti.

Relativamente alle limitazioni all'attività bancaria, i due aspetti di maggiore attualità sono i vincoli alle operazioni in titoli e le restrizioni geografiche, benché soltanto negli Stati Uniti queste ultime costituiscano un problema importante a livello di mercato interno. Di fatto in quel paese le restrizioni legali all'attività bancaria interregionale risultano attenuate dall'espansione delle cosiddette *non-bank banks*, istituzioni che offrono servizi bancari limitati, in quanto operano alternativamente come raccogliatrici di depositi o come erogatrici di crediti alle

imprese, nonché dalla decisione di singoli Stati federali di consentire l'accesso a banche esterne al proprio territorio, spesso inizialmente su base locale. L'espansione geografica può portare dei vantaggi sia alle singole istituzioni sia al sistema finanziario nel suo insieme. Tale espansione in generale favorisce la diversificazione dei portafogli e può consentire ad un'istituzione di acquisire una più larga e stabile base di depositi minori. L'ampliamento della gamma di operazioni e dell'ambito territoriale di attività pone tuttavia nuove esigenze ai sistemi di controllo e di gestione all'interno delle singole istituzioni.

Le banche mostrano un crescente interesse per le operazioni in titoli poiché l'attività di intermediazione e di collocamento, laddove permesse, generano proventi addizionali rispetto agli interessi. Tali operazioni consentono alle banche di diversificare le fonti di reddito e, diversamente dall'espansione dei crediti, non richiedono maggiore base di capitale. Una volta abbassate le barriere amministrative poste all'attività in titoli nell'ambito dei singoli paesi o sul piano internazionale, le imposte su tali operazioni diventano una componente primaria dei costi delle transazioni. Il trattamento fiscale viene così ad assumere un ruolo di maggiore importanza nel determinare il volume di attività dei differenti mercati. Nel recente passato le istituzioni finanziarie hanno richiesto con accresciuta insistenza la riduzione o l'abolizione di tali tasse.

I recenti problemi di stabilità finanziaria

In un contesto di continui cambiamenti nella struttura dei mercati dei capitali, il 1985 è stato caratterizzato da andamenti contrastanti nel settore bancario. Molte banche internazionali hanno proseguito il processo di consolidamento delle loro posizioni reso necessario dalla crisi debitoria del 1982, mentre alcune banche ed altre istituzioni finanziarie – in particolare nell'America del Nord – con forti esposizioni creditizie nei confronti di determinati settori dell'economia interna hanno incontrato seri problemi riguardanti la qualità degli impieghi.

Considerando dapprima quest'ultimo aspetto, va rilevato che questi problemi sono il risultato di una combinazione di fattori interrelati, fra cui gli aggiustamenti indotti dalla disinflazione, le ampie variazioni dei tassi di cambio e dei prezzi relativi delle materie prime oggetto di interscambio mondiale. Negli Stati Uniti le condizioni di debolezza nei settori agricolo ed energetico si sono ripercosse sulla situazione economico-finanziaria di alcune istituzioni che partecipano al finanziamento di tali comparti dell'economia. Per il settore agricolo statunitense il 1985 è stato un altro anno caratterizzato da redditi stagnanti. Ciò ha comportato ulteriori problemi per il servizio di una considerevole parte dei prestiti agrari. Si stima che lo scorso anno un terzo delle aziende agricole produttrici su scala commerciale ha dovuto far fronte a difficoltà finanziarie. Nel complesso, le banche commerciali USA detengono all'incirca il 20% del totale dei crediti agrari in essere. Il deterioramento della situazione finanziaria di una parte delle aziende agricole americane ha causato il fallimento di diverse banche di credito agrario, i cui problemi sono stati acuiti dall'ulteriore perdita di valore dei beni costituiti in garanzia dei prestiti, a causa del nuovo calo subito dai prezzi dei fondi rustici.

Il recente calo dei prezzi del petrolio ha contribuito a deteriorare la situazione economica in taluni comparti del settore energetico USA e nell'area sud-occidentale

del paese. Lo scorso anno è ulteriormente calato il valore degli investimenti nell'attività di ricerca e di trivellazione di giacimenti petroliferi nonché nei servizi connessi al settore energetico. Inoltre, in molte città del Sud-Ovest degli Stati Uniti gli immobili a destinazione commerciale-amministrativa risultano inutilizzati nella misura di ben il 25%. Questi sviluppi hanno posto seri problemi ad un certo numero di banche operanti in tale regione degli Stati Uniti, i cui impieghi presentano una forte concentrazione regionale.

Anche l'economia del Canada occidentale è fortemente dipendente dal settore energetico. Il rallentamento dell'attività economica nelle province canadesi occidentali a partire dal 1982 è stato aggravato dal calo del prezzo del petrolio, con effetti negativi sul portafoglio-crediti di talune banche regionali operanti in quell'area. Lo scorso anno due banche minori con acute difficoltà di questo tipo hanno dovuto cessare l'attività, facendo così registrare i primi casi di fallimento di banche commerciali nel Canada fin dagli anni venti. Altre banche di piccole dimensioni con una situazione finanziaria sostanzialmente equilibrata hanno dovuto far fronte a temporanee crisi di liquidità, allorché taluni grossi depositanti hanno trasferito i propri fondi verso le banche maggiori. Tuttavia, questi problemi non hanno messo in pericolo la stabilità globale del sistema finanziario canadese.

Il recente forte calo dei tassi di interesse a più lungo termine negli Stati Uniti allevierà senz'altro l'onere del servizio del debito nei settori agricolo ed energetico. Inoltre, il deprezzamento del dollaro dovrebbe migliorare le prospettive per l'esportazione dei prodotti agricoli statunitensi. Nondimeno, questi settori stanno attraversando problemi che non sono semplicemente di natura congiunturale, ma si ricollegano alle mutate prospettive economiche di lungo periodo dell'agricoltura e dell'industria energetica sia nell'America del Nord sia altrove.

Le difficoltà economiche sui mercati dei prodotti primari hanno causato problemi ad alcune banche commerciali al di fuori degli Stati Uniti e del Canada. La sospensione delle transazioni sullo stagno alla Borsa dei metalli di Londra, in seguito alla debolezza di fondo della domanda di questa materia prima, ha comportato perdite potenziali per quelle banche che avevano finanziato un meccanismo di stabilizzazione delle quotazioni gestito dall'International Tin Council, nonché per altri operatori del mercato. La ridotta attività nei trasporti marittimi internazionali ha sottoposto a tensioni le imprese dei settori armatoriale e cantieristico, mettendo in una situazione critica alcune banche — particolarmente in Asia — con una forte esposizione nei confronti di tali settori.

Talune istituzioni finanziarie al di fuori dell'America del Nord hanno parimenti incontrato difficoltà per quanto concerne il portafoglio dei prestiti immobiliari. Ad esempio, a partire dalla recessione economica nei primi anni ottanta, l'industria delle costruzioni nei Paesi Bassi ha subito un forte calo di attività. Particolarmente colpito è stato il settore degli edifici ad uso amministrativo e commerciale, per il quale non si è ancora avuta una ripresa. Ciò ha messo in difficoltà alcune istituzioni bancarie di questo paese specializzate nel credito ipotecario.

Anche se è probabile che in alcuni paesi persistano problemi settoriali per le banche — gli effetti del recente forte ribasso del petrolio non si sono ancora fatti sentire appieno — nel 1985 il sistema bancario internazionale ha nel complesso confermato la sua vitalità compiendo ulteriori notevoli progressi nel rafforzare le

proprie risorse. Nella maggior parte dei paesi industriali le banche hanno conseguito considerevoli aumenti degli utili, in parte per effetto del calo dei tassi di interesse, ma anche a causa di altri fattori, fra cui in particolare l'eccezionale volume dei proventi sotto forma di commissioni. I più elevati profitti hanno consentito di accrescere in misura sostanziale il capitale e le riserve delle banche e di rafforzare gli accantonamenti a fronte di perdite potenziali sui crediti. Il *boom* dei mercati azionari, accrescendo il valore di capitalizzazione delle banche, ha stimolato nuove emissioni azionarie da parte di molte grandi banche europee. Inoltre, le maggiori istituzioni bancarie in quei paesi, come il Regno Unito e gli Stati Uniti, dove la regolamentazione consente di computare i debiti postergati fra i mezzi propri, hanno ulteriormente rafforzato la propria struttura finanziaria mediante l'emissione di obbligazioni perpetue e di altre forme di capitale di prestito. Questi miglioramenti della redditività, della struttura patrimoniale e della consistenza dei fondi-rischi delle banche sono particolarmente opportuni in un'epoca caratterizzata da rapidi cambiamenti nella struttura e nella natura dell'attività bancaria.

Innovazione finanziaria e stabilità del sistema: nuovi problemi per la vigilanza

Negli ultimi anni le autorità preposte alla vigilanza sulle istituzioni finanziarie ed alla regolamentazione dei mercati hanno dovuto far fronte a due problemi principali: il primo, che risale agli inizi degli anni ottanta, è connesso alle politiche disinflazionistiche intraprese nei paesi industriali dopo la seconda crisi petrolifera; il secondo, emerso più di recente, riguarda le nuove esigenze poste in termini di attuazione e di impostazione della politica di vigilanza sulle banche e sulle altre istituzioni finanziarie dal processo di innovazione finanziaria, vale a dire sia la proliferazione di nuovi strumenti sia i cambiamenti intervenuti nella struttura dei mercati dei capitali. In un mondo finanziario sempre più integrato, entrambi i problemi presentano aspetti internazionali oltre che nazionali.

Il primo problema ha raggiunto la fase più acuta con il sopravvenire della crisi debitoria internazionale nel 1982, e la risposta in termini di vigilanza si è imperniata su provvedimenti volti a rafforzare la capacità delle banche di sopportare perdite. I forti aumenti registrati lo scorso anno dai capitali propri e dagli accantonamenti a fronte dei crediti internazionali di dubbia esigibilità hanno costituito un ulteriore passo avanti nel processo che era iniziato nei primi anni ottanta e nel quale le autorità di vigilanza hanno avuto un ruolo importante. I provvedimenti adottati dalle banche, spesso sulla base di istruzioni o raccomandazioni delle autorità di vigilanza, sono stati diversi a seconda dei paesi. In taluni l'accento è stato posto sul rafforzamento della base di capitale, in altri sull'incremento dei fondi-rischi. Attraverso questi canali si sono compiuti notevoli progressi nel rafforzare la struttura di bilancio delle maggiori banche internazionali. In molti casi, tuttavia, questi sforzi dovranno essere proseguiti in considerazione delle incerte prospettive che caratterizzano taluni settori delle economie interne e la posizione finanziaria di determinati paesi debitori.

I problemi posti dall'innovazione finanziaria si ricollegano in parte alla rapidissima crescita delle operazioni bancarie fuori-bilancio, di cui si è già in parte fatto menzione in questo capitolo. In linea di principio, i rischi connessi all'utilizzo di questi nuovi strumenti finanziari non differiscono da quelli legati all'attività

bancaria tradizionale; in realtà, in certa misura il proliferare dei nuovi tipi di operazioni fuori-bilancio ha costituito una reazione delle banche alle prescrizioni più restrittive poste negli ultimi anni alla dimensione del capitale proprio in rapporto all'attivo di bilancio.

Il compito delle autorità di vigilanza relativamente a queste nuove categorie di operazioni si può riassumere in quattro punti: vegliare affinché i sistemi di controllo interni delle banche coprano adeguatamente questo settore di attività; modificare la normativa concernente la pubblicazione dei bilanci bancari in modo che tali operazioni vi siano comprese; ampliare corrispondentemente l'ambito delle segnalazioni agli organi di vigilanza; includere opportunamente le operazioni fuori-bilancio nella regolamentazione prudenziale. Per quanto concerne quest'ultimo punto, le autorità di diversi paesi maggiori — fra cui Germania, Giappone, Paesi Bassi, Regno Unito e Stati Uniti — hanno esteso, o si propongono di estendere, le prescrizioni in termini di adeguatezza di capitale anche alle facilitazioni in appoggio all'emissione di strumenti a breve (NIFs) e ad altri crediti di firma non revocabili nonché, in alcuni casi, ad altre nuove forme di operazioni fuori-bilancio.

Altri importanti problemi che si pongono alla vigilanza in conseguenza del recente processo di innovazione finanziaria sono quelli connessi alla rimozione delle barriere che finora separavano in molti paesi l'attività bancaria dalle operazioni in titoli e da altri tipi di attività finanziaria. Ad esempio, quali implicazioni ha per le autorità di vigilanza il fatto che talune banche costituiscono una parte di più ampi conglomerati finanziari? E, laddove le diverse componenti di tali conglomerati sono sottoposte al controllo di differenti organi di vigilanza, come deve essere coordinato l'operato di questi ultimi? Il convergere dell'attività di istituzioni che forniscono servizi finanziari diversi rende necessaria una struttura meno segmentata del sistema di vigilanza.

Gli aspetti internazionali di questi problemi non sono meno importanti di quelli a livello nazionale. Poiché i sistemi finanziari dei vari paesi hanno raggiunto un grado di integrazione senza precedenti, l'assenza di un coordinamento delle politiche di vigilanza nazionali induce le banche e le altre istituzioni finanziarie a spostare parte della loro attività verso i centri di mercato con una regolamentazione meno restrittiva. Ciò comporta l'assunzione di maggiori rischi che, nel più lungo periodo, potrebbe pregiudicare sia l'efficienza sia la stabilità del sistema finanziario. Al tempo stesso, continuano a coesistere notevoli diversità nazionali nelle pratiche tradizionali dell'attività bancaria e della vigilanza, unitamente — in alcuni casi — a differenze sul piano delle restrizioni legali poste alle operazioni delle istituzioni finanziarie. Gli organi di vigilanza dovranno pertanto coordinare a livello internazionale le loro politiche, cercando di conseguire obiettivi conformi entro il quadro istituzionale proprio di ciascun paese.

In certa misura, il rafforzamento della base di capitale delle banche negli ultimi anni è avvenuto in modo coordinato. Agli inizi degli anni ottanta i paesi del Gruppo dei Dieci avevano concordemente riconosciuto l'esigenza di arrestare — e se possibile di invertire — il processo di erosione dei livelli di capitalizzazione delle banche avutosi durante gli ultimi anni settanta. Più di recente essi hanno compiuto un certo progresso nel coordinare i criteri adottati a livello nazionale per misurare l'adeguatezza dei mezzi propri. I parametri adottati per valutare l'adeguatezza di capitale e l'effettiva solidità della base patrimoniale delle banche presentano ancora

marcate differenze da paese a paese. In un certo senso ciò costituisce un'anomalia nell'odierno mondo finanziario altamente integrato.

La regolamentazione prudenziale delle nuove forme di operazioni fuori-bilancio delle banche si trova ancora in uno stadio di sviluppo iniziale. Per tale ragione il coordinamento internazionale di tale regolamentazione dovrebbe in teoria porre meno problemi in questo campo che non in quei settori di attività dove esistono differenze consolidate nei vari sistemi nazionali. Per quanto riguarda gli aspetti internazionali della vigilanza sui nuovi conglomerati finanziari, un problema di per sé palese è quello della supervisione delle componenti di tali istituzioni situate in differenti paesi.

I problemi che si pongono oggi alle autorità di vigilanza non devono mettere in ombra il fatto che la responsabilità primaria per la solidità delle istituzioni compete agli amministratori delle istituzioni medesime. E in effetti, la maggiore libertà di competere a livello nazionale e internazionale in una grande varietà di mercati finanziari, e con minori restrizioni circa i tipi di operazioni e di strumenti consentiti, ha accresciuto le responsabilità degli amministratori delle istituzioni finanziarie. Il compito degli organi di vigilanza è quello di predisporre una cornice adeguata al mondo finanziario integrato di oggi, entro la quale queste responsabilità possano essere esercitate.

V. I MERCATI INTERNAZIONALI DEI CAPITALI

Aspetti salienti

Nel 1985, sotto la spinta di tassi di interesse calanti, di ampi squilibri internazionali nel risparmio e di un intenso processo di deregolamentazione e innovazione finanziaria, l'attività sui mercati internazionali dei capitali ha registrato una rapida espansione. Il volume totale delle nuove facilitazioni poste in essere sui mercati delle emissioni internazionali a breve e a lungo termine è aumentato di oltre due terzi. Anche gli aggregati lordi dell'attività bancaria internazionale hanno segnato una netta espansione dopo due anni di crescita lenta. Mentre il volume dei prestiti consorziali delle eurobanche è ulteriormente calato a causa della perdurante riluttanza delle banche ad accrescere la loro esposizione verso un considerevole numero di paesi fortemente indebitati, nonché della tendenza sempre più marcata dei mutuatari di prim'ordine ad attingere fondi sui mercati mobiliari, le banche sono riuscite a mantenere la loro quota sui flussi creditizi internazionali, accrescendo massicciamente la loro presenza sui mercati delle emissioni non solo in veste di intermediarie, ma anche di emittenti e di investitrici.

Gli aggregati lordi relativi ai singoli settori del mercato sovrastimano in misura considerevole il volume effettivo del nuovo credito posto in essere lo scorso anno sui mercati internazionali dei capitali, a causa dell'ingente ammontare delle operazioni di rifinanziamento e del ruolo molto più attivo svolto dalle banche come acquirenti ed emittenti di titoli. Al netto dei rifinanziamenti, delle sovrapposizioni e delle duplicazioni, si può stimare che nel 1985 il nuovo credito internazionale sia aumentato di circa il 10%, cioè ad un ritmo più o meno in linea con i tassi di espansione del credito sui mercati interni.

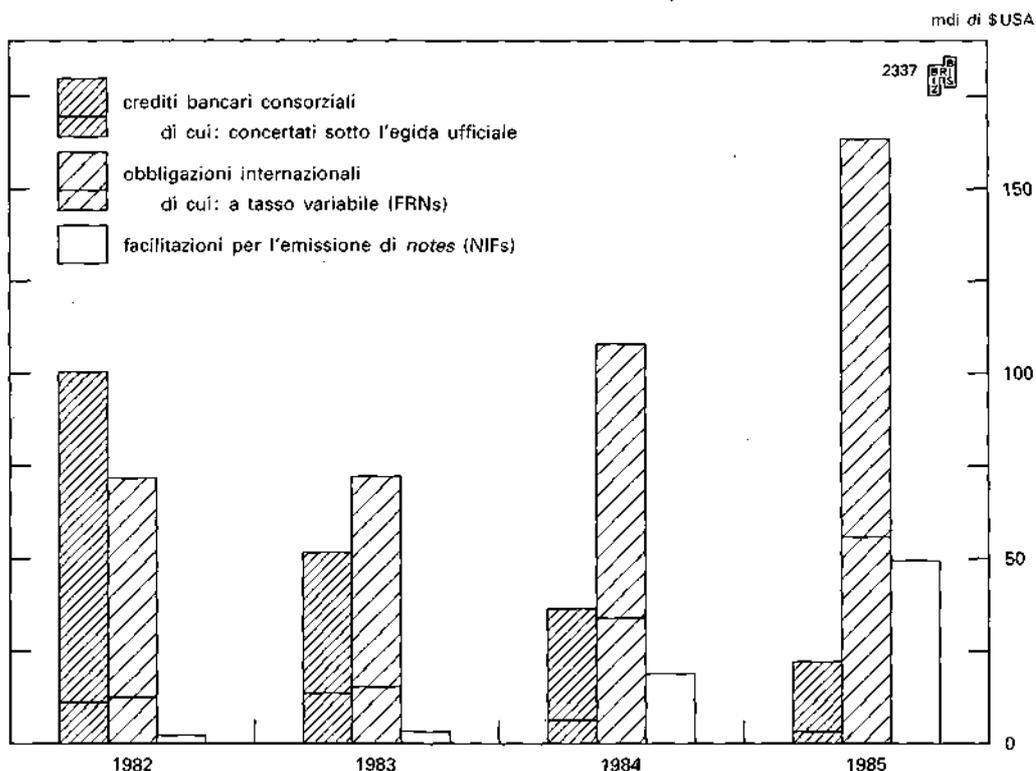
Dal punto di vista della situazione debitoria internazionale, gli sviluppi nel 1985 non sono stati del tutto soddisfacenti. I paesi fortemente indebitati dell'America Latina e di alcune altre aree geografiche non hanno compiuto nel complesso progressi sufficienti nel ristabilire la loro affidabilità di credito, in modo da poter beneficiare del clima favorevole sui mercati internazionali dei capitali, ed hanno quindi continuato a trovarsi nella necessità di conseguire ampie eccedenze commerciali per poter finanziare gli esborsi di interessi sul debito. Sebbene il calo dei tassi di interesse abbia apportato un considerevole sollievo, il nuovo deterioramento nel clima degli scambi internazionali — più lenta crescita delle esportazioni, corsi cedenti delle materie prime e crollo dei prezzi del petrolio — ha provocato un regresso dell'attività economica in un certo numero di questi paesi. E' sullo sfondo di questa situazione che la nuova strategia di approccio al problema del debito delineata dal Segretario al Tesoro statunitense — tesa a smorzare gradualmente la crisi debitoria internazionale attraverso un programma di riforme strutturali e di ripresa della crescita economica nei paesi indebitati — ha aperto nuovi spiragli di speranza. Tuttavia, il successo di questa strategia dipenderà non solo dalla piena cooperazione dei paesi debitori e delle banche commerciali e dall'accresciuta assistenza finanziaria delle istituzioni internazionali per lo sviluppo, bensì anche da un'adeguata crescita economica nei paesi industriali stessi e dall'apertura dei loro mercati alle esportazioni dei paesi in via di sviluppo.

Il quadro d'insieme

Il 1985 è stato un anno di attività intensa e di rapidi cambiamenti strutturali sui mercati internazionali dei capitali. Le emissioni obbligazionarie internazionali si sono accresciute di oltre il 50% e il volume delle nuove linee di credito a medio termine in appoggio all'emissione di carta a breve sull'euromercato (NIFs) è aumentato di oltre il 250% rispetto al livello del 1984. Di conseguenza, l'ammontare aggregato delle nuove facilitazioni annunciate sui mercati mobiliari internazionali a breve e a lungo termine è passato da \$ 127 miliardi nel 1984 a \$ 213 miliardi lo scorso anno, con un incremento di quasi il 300% sull'ammontare di due anni prima. Anche l'attività bancaria internazionale, dopo due anni di crescita lenta, ha riacquisito un certo slancio, nonostante l'ulteriore contrazione nel settore dei crediti consorziali, e alla fine del 1985 le attività esterne delle banche dichiaranti, espresse in dollari costanti, superavano di \$ 222 miliardi, ossia di quasi il 10%, il loro livello di un anno prima.

Queste cifre lorde relative ai singoli settori del mercato sovrastimano peraltro la reale espansione dei flussi creditizi internazionali nel corso del 1985. Anzitutto, la tendenza calante dei tassi di interesse, l'ulteriore restringimento degli *spreads* applicati alla clientela di prim'ordine e la diffusione di nuovi strumenti meglio adattati alle esigenze di singole categorie di mutuatari hanno causato una vera e propria ondata di operazioni di rifinanziamento. Ad esempio, si stima che sui

Tendenze sui mercati internazionali dei capitali; 1982-85*



*Dati basati sulle statistiche della Banca d'Inghilterra e registrati secondo la data di annuncio dell'emissione.

mercati obbligazionari internazionali l'ammontare complessivo dei riacquisti e dei rimborsi sia salito da circa \$ 25 miliardi nel 1984 a \$ 39 miliardi, portandosi ad un livello tre volte superiore a quello del 1982. Inoltre, una quota assai ampia dei \$ 125 miliardi di nuove emissioni nette – in particolare quelle a tasso variabile – è servita a sostituire crediti bancari in essere e altre facilitazioni. Ciò vale anche per una considerevole parte delle nuove NIFs e dei crediti bancari consorziali.

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

	Flussi depurati degli effetti di cambio ¹						Consistenze a fine 1985
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	
	in miliardi di dollari USA						
Credito internazionale totale delle banche dichiaranti ²	241,1	264,8	180,5	103,7	122,7	221,5	2.512,7
meno: duplicazioni derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante . . .	81,1	99,8	85,5	18,7	32,7	121,5	1.032,7
A = Credito bancario internazionale netto³	160,0	165,0	95,0	85,0	90,0	100,0	1.480,0
Emissioni di euroobbligazioni e di obbligazioni estere	39,4	44,0	71,7	72,1	108,1	163,6	.
meno: rimborsi e riacquisti	11,4	12,0	13,2	14,1	25,1	38,6	.
B = Finanziamento netto mediante obbligazioni internazionali	28,0	32,0	58,5	58,0	83,0	125,0	550,0
C (A + B) = Finanziamento totale mediante credito bancario e obbligazioni	188,0	197,0	153,5	143,0	173,0	225,0	2.030,0
meno: duplicazioni ⁴	8,0	7,0	8,5	13,0	28,0	55,0	130,0
D = Finanziamento netto totale mediante credito bancario e obbligazioni	180,0	190,0	145,0	130,0	145,0	170,0	1.900,0

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 ai tassi di cambio vigenti alle date di annuncio dell'emissione. ² Sino al 1983, l'area dichiarante include le banche situate nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Lussemburgo, Austria, Danimarca e Irlanda, nonché le 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 mutino 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 o/o li utilizzano per la concessione di crediti diretti in valuta estera a soggetti residenti; in terzo luogo, gran parte dei crediti in valuta verso le banche del paese di emissione della moneta di cui trattasi, per esempio i crediti in dollari di banche operanti a Londra verso banche negli Stati Uniti; anche in questo caso si ipotizza che le banche mutuarie 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 internazionali 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.

In secondo luogo, dei circa \$ 75 miliardi di NIFs concordate a tutto il 1985, solo un ammontare limitato – pressappoco il 20% – pare essere stato finora attivato, mentre una parte rilevante è servita solo da appoggio ad altri tipi di facilitazioni creditizie. In terzo luogo, l'accelerazione nella crescita degli aggregati bancari internazionali nello scorso anno è dovuta in larga misura alla rapida espansione del

mercato interbancario entro l'area dichiarante. Al netto delle duplicazioni derivanti da queste operazioni interbancarie, il volume stimato del nuovo credito finale è solo di poco superiore a quello del 1984. In quarto luogo, vi è stata una crescente sovrapposizione tra il settore bancario e i mercati mobiliari, in quanto le banche stesse sono divenute importanti mutuatrici e investitrici su tali mercati. Si può stimare che lo scorso anno le duplicazioni di questo tipo siano state dell'ordine di \$55 miliardi, a fronte di \$28 e 8,5 miliardi rispettivamente nel 1984 e nel 1982.

Escludendo sia le operazioni di rifinanziamento sia questi vari elementi di duplicazione, il nuovo credito intermediato dai mercati internazionali dei capitali può essere stimato a circa \$170 miliardi nel 1985. Questo importo supera solo di \$25 miliardi quello registrato nel 1984, nonostante la forte accelerazione nella crescita degli aggregati lordi, ed è pur sempre inferiore alla punta massima di \$190 miliardi toccata nel 1981. Tali importi non comprendono peraltro i titoli emessi nel quadro delle NIFs e detenuti da soggetti non bancari, per i quali sono attualmente disponibili dati assai scarsi; tuttavia, pare che meno del 50% dell'ammontare in essere di questi titoli sia stato assorbito da investitori non bancari. E' quindi poco probabile che, nonostante la rapida crescita di questo settore del mercato, tale omissione comporti una sottostima superiore a \$5-7 miliardi della cifra indicata per il totale del nuovo credito posto in essere sui mercati finanziari internazionali nel 1985.

Inoltre, data la crescente integrazione di tali mercati, è evidente che una parte dell'attività dei mercati interni è stata sottratta dal settore internazionale e che quindi il volume complessivo del nuovo credito intermediato sui mercati internazionali non corrisponde necessariamente ad un accrescimento netto del totale dei flussi creditizi mondiali. Ad esempio, le società giapponesi sono state importanti mutuatrici sui mercati obbligazionari internazionali e una larga parte delle loro emissioni obbligazionarie è stata acquisita da banche ed altri investitori residenti in Giappone.

Gli elementi che hanno caratterizzato l'espansione, la struttura e la distribuzione settoriale dei flussi creditizi internazionali nel 1985 sono stati sostanzialmente gli stessi degli anni precedenti, pur con qualche nuova connotazione e taluni spostamenti in termini di importanza relativa.

Nel settore bancario internazionale il fattore predominante è stato il persistere di una marcata dicotomia nel mercato del credito. Per molti paesi fortemente indebitati, in particolare per quelli in via di sviluppo, l'accesso al credito bancario internazionale ha continuato ad essere assai difficile. Escludendo i nuovi crediti accordati nel quadro di schemi di finanziamento concertati sotto l'egida ufficiale, lo scorso anno le posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso questi paesi sono di fatto diminuite, anche se i dati possono essere stati influenzati dallo stralcio di attività e da cessioni di crediti al disotto del valore nominale. Al tempo stesso, le banche hanno accusato una scarsa domanda di fondi da parte di mutuatrici di prim'ordine dei paesi industriali, e la concorrenza per l'accaparramento di tale clientela ha comportato un ulteriore restringimento dei margini di intermediazione. I problemi del debito internazionale e, in alcuni casi, le perdite su crediti all'interno hanno tuttavia indebolito il vantaggio in termini di sicurezza relativa attribuito alle banche dagli investitori. Di conseguenza, i maggiori mutuatrici di prim'ordine sono stati in grado di raccogliere fondi sui mercati mobiliari a costi inferiori a quelli del credito bancario, nonostante i ridotti margini di intermediazione delle banche.

In aggiunta, la preferenza delle banche stesse per le attività negoziabili, unitamente alla loro necessità di piú stabili fonti di provvista, ha parimenti fornito un vigoroso impulso all'espansione dei mercati mobiliari. Si può stimare che lo scorso anno circa un terzo delle nuove emissioni nette di titoli internazionali sia affluito ai portafogli delle banche stesse (escludendo le banche situate negli Stati Uniti). Analogamente, dal lato della raccolta di fondi, le banche hanno concorso per quasi il 60% alle emissioni di obbligazioni a tasso variabile (FRNs). In un certo numero di paesi, tra cui in particolare gli Stati Uniti e il Regno Unito, i mezzi raccolti attraverso queste emissioni possono essere computati, a certe condizioni, come capitale proprio ai fini della vigilanza.

Inoltre, la ricerca da parte delle banche di fonti alternative di reddito che non comportassero un'espansione dei bilanci, né una riduzione dei coefficienti di capitale proprio ha costituito un importante fattore alla base del rapido sviluppo del mercato delle *euronotes* e degli schemi *euro-commercial paper*, nel quale gli istituti bancari hanno potuto svolgere un ruolo importante in veste di garanti, di intermediari e di operatori in proprio. Per la stessa ragione, oltre ad aver fortemente accresciuto la loro importanza in veste di emittenti e investitori, essi hanno continuato ad espandere la loro attività di intermediari sui mercati delle emissioni obbligazionarie a lungo termine, spesso mediante l'acquisizione di partecipazioni di controllo in altre istituzioni finanziarie operanti nella negoziazione e nel collocamento di titoli. Del pari, le banche commerciali hanno assunto un ruolo sempre maggiore, come operatori ed artefici del mercato, nella trattazione di nuovi tipi di strumenti, quali gli *swaps*, le opzioni e i contratti differenziali a termine sul tasso di interesse (FRAs), espandendo così notevolmente le attività fuori-bilancio e le esposizioni. Il conseguente aumento dei proventi per servizi finanziari, pur comportando il pericolo di una nuova e non pienamente avvertita concentrazione dei rischi, ha consentito alle banche di rafforzare i mezzi propri, di migliorare i quozienti di capitalizzazione e di aumentare la loro capacità di assorbire le ripercussioni sfavorevoli della crisi debitoria internazionale e delle difficoltà connesse al portafoglio-crediti sull'interno.

Oltre all'apporto spontaneo o involontario fornito dalle banche commerciali all'espansione dei mercati mobiliari, nel 1985 l'attività di emissione internazionale ha tratto sostegno da una serie di altri fattori propulsivi: la perdurante tendenza al ribasso dei tassi di interesse a lungo termine e le connesse opportunità di guadagni in conto capitale e di rifinanziamento a piú basso costo; gli ampi squilibri in termini di risparmio tra i paesi industriali; il crescente ruolo degli investitori istituzionali con un sempre piú marcato orientamento internazionale; le misure di deregolamentazione dei mercati nazionali che hanno aperto i canali ai flussi internazionali di capitale; la capacità innovativa e la flessibilità degli stessi mercati mobiliari.

Considerando gli sviluppi nel periodo in esame in una prospettiva a piú lungo termine, un aspetto di rilievo è rappresentato dalla crescente integrazione dei diversi mercati e settori di mercato. Ciò è in parte dovuto allo sviluppo di una gamma di strumenti con caratteristiche simili, come i crediti consorziali trasferibili, le FRNs e le NIFs. Data la crescente sostituibilità reciproca di tali strumenti, il loro impiego e i loro vantaggi relativi dipendono da fattori quali la liquidità del mercato, le preferenze degli investitori, la flessibilità dell'emissione, le opportunità di

arbitraggio e infine i costi relativi. Di conseguenza, anche se pare essersi saldamente affermata la generale tendenza verso gli strumenti negoziabili, si può ritenere che nel breve periodo l'utilizzo dei singoli canali specifici sia soggetto a cambiamenti a seconda della situazione finanziaria e macroeconomica contingente.

L'accresciuta sostituibilità dei diversi tipi di strumenti, il ruolo molto più attivo svolto dalle banche commerciali come investitrici ed emittenti sui mercati mobiliari e lo sviluppo di nuove facilitazioni, come le NIFs, che combinano una serie di elementi eterogenei, hanno reso sempre più labile la demarcazione tra i vari settori di mercato. Ciò vale in particolare per la distinzione tra i mercati a breve e a lungo termine, nonché tra il mercato del credito bancario e quello dei valori mobiliari. In aggiunta, la crescente osmosi tra i diversi comparti del mercato ha contribuito a smantellare la separazione tra i mercati nazionali ed internazionali. Un ruolo importante è stato svolto a tale riguardo dalla deregolamentazione, specie per quanto concerne l'andamento delle operazioni di denominazione diversa dal dollaro nel corso del 1985. Tuttavia, anche i restanti ostacoli normativi hanno esercitato un certo influsso, dando luogo a particolari tipi di arbitraggio e di flussi finanziari.

La progressiva integrazione globale dei mercati finanziari è particolarmente evidente nel caso degli Stati Uniti. L'abolizione della ritenuta fiscale alla fonte alla metà del 1984 ha comportato un restringimento dei differenziali di rendimento tra le emissioni sui mercati interni e quelle sull'euromercato, nonché una compressione dei termini di collocamento. In aggiunta, i rendimenti delle nuove emissioni sui mercati mobiliari internazionali vengono calcolati sempre meno sulla base di saggi di interesse di riferimento applicati dalle banche sull'euromercato e tendono piuttosto ad essere commisurati ai rendimenti dei titoli del Tesoro USA. La diffusione delle NIFs e di strumenti analoghi ha accresciuto l'interconnessione tra i mercati USA della carta finanziaria e i mercati internazionali dei titoli a breve. Infine, una caratteristica saliente del periodo in esame è stato l'estendersi ad altri settori di denominazione degli strumenti quali le obbligazioni a tasso variabile (FRNs) ed a cedola zero e i certificati di deposito, che in precedenza erano impiegati principalmente negli Stati Uniti e sul mercato dell'eurodollaro.

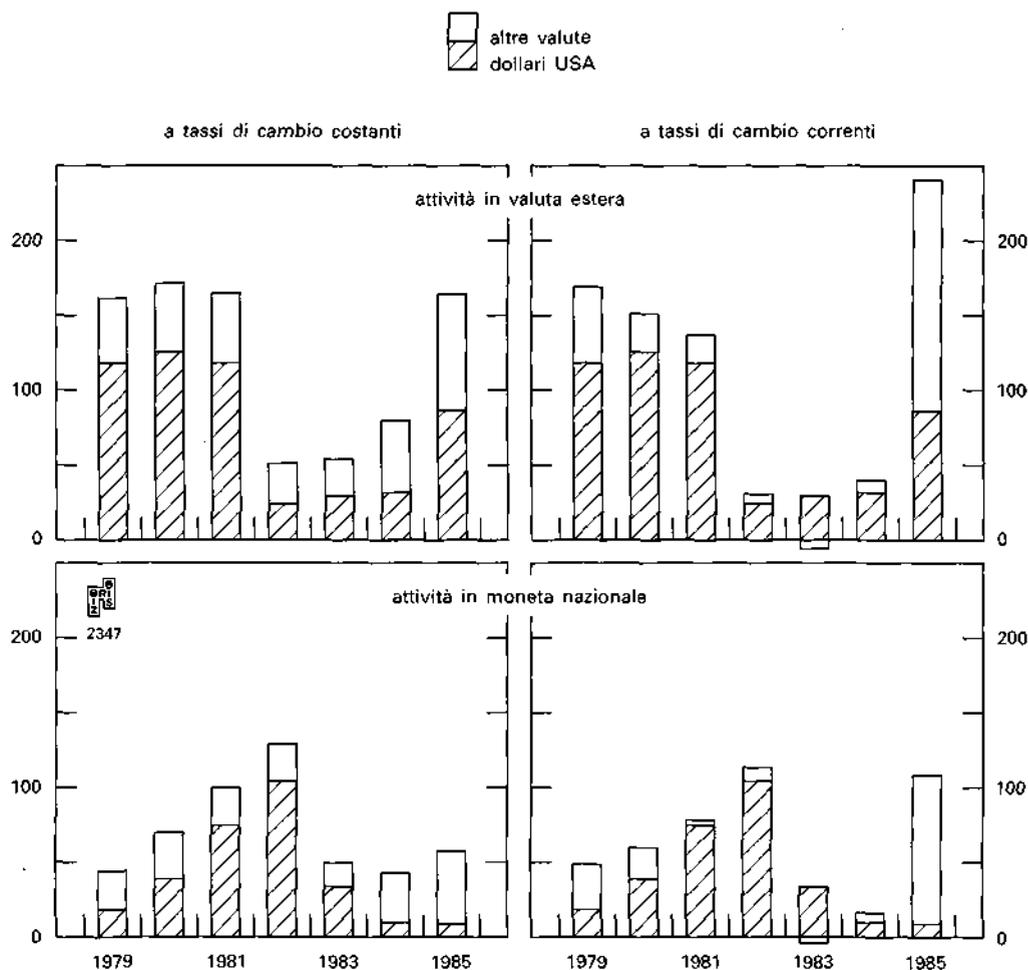
Il settore bancario internazionale

L'andamento degli aggregati complessivi. In termini di dollari correnti, nel 1985 la crescita dell'attività bancaria internazionale ha fatto segnare una fortissima accelerazione; in particolare, dal lato delle attività bancarie, essa è passata da \$ 57 miliardi nel 1984 a \$ 349 miliardi. Questo andamento è peraltro dovuto in ampia misura agli effetti di valutazione connessi ai movimenti dei tassi di cambio. Mentre nel 1984 l'apprezzamento della moneta americana aveva ridotto il valore in dollari delle posizioni delle banche denominate in valute quali il marco tedesco, il franco svizzero e lo yen, nel 1985 la sua marcata flessione ha avuto un effetto opposto. Tuttavia, anche escludendo questi effetti di cambio, l'accelerazione nella crescita delle attività esterne delle banche dichiaranti — da \$ 123 miliardi nel 1984 a \$ 222 miliardi lo scorso anno — è assai ragguardevole. Un'accelerazione parimenti vigorosa, da \$ 27,6 a 62,7 miliardi, si è inoltre registrata nelle attività bancarie sull'interno in valuta estera.

La piú rapida crescita dell'attività bancaria internazionale durante lo scorso anno va principalmente ascritta al forte aumento delle operazioni interbancarie entro l'area dichiarante medesima (cfr. la tabella a pagina 99). L'incremento assai marcato, di \$232 miliardi, delle attività interbancarie (sia sull'estero, sia sull'interno in valuta estera) avutosi nel 1985, riflette verosimilmente una serie di fattori quali il ruolo piú attivo delle banche sia come intermediarie sia come operatrici in proprio sui mercati mobiliari internazionali; le operazioni di copertura a termine e di arbitraggio connesse agli sviluppi sui mercati dei cambi e ai cambiamenti nelle aspettative; la massiccia espansione delle operazioni internazionali delle banche giapponesi, in parte di riflesso ai vari provvedimenti di deregolamentazione; e l'importanza del settore bancario interno negli Stati Uniti, in qualità di mutuatario sul mercato bancario internazionale.

Variazioni nelle attività sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI, a tassi di cambio costanti e correnti; 1979-1985

Dati annuali, in miliardi di dollari USA



Raccolta e impieghi dei fondi bancari internazionali. A causa della predominanza delle operazioni interbancarie, lo scorso anno la più rapida espansione degli aggregati bancari internazionali non ha comportato un aumento molto maggiore nel volume finale del credito bancario internazionale in essere. Al netto delle duplicazioni dovute al rideposito di fondi tra le stesse banche dichiaranti, il totale del nuovo credito intermediato dal sistema bancario internazionale può essere stimato in circa \$ 100 miliardi, con un aumento di soli \$ 10 miliardi rispetto a quello registrato nel 1984.

Per quanto concerne l'impiego di fondi bancari internazionali, i crediti ai paesi esterni all'area dichiarante hanno continuato ad espandersi ad un ritmo relativamente lento, segnando un aumento di \$ 19 miliardi. Esso è superiore di \$ 5 miliardi a quello del 1984, ma ammonta a meno del 30% dell'esuberante crescita registrata prima del 1982, nel periodo di maggior espansione dell'attività creditizia internazionale delle banche. Il nuovo credito internazionale identificato a soggetti non bancari entro

Banche dichiaranti alla BRI: configurazione dell'attività internazionale

Voci	Attività					Passività				
	Flussi depurati degli effetti di cambio				Consistenze a fine 1985	Flussi depurati degli effetti di cambio				Consistenze a fine 1985
	1981	1983	1984	1985		1981	1983	1984	1985	
in miliardi di dollari USA										
Posizioni sull'estero verso:										
1. paesi esterni all'area dichiarante	65,7	27,9	14,2	18,7	620,0	16,6	1,2	29,6	16,1	399,3
2. banche all'interno dell'area dichiarante	160,8	65,4	92,1	179,7	1.504,9	159,3	81,1	105,7	191,9	1.667,9
3. soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante	31,6	6,0	16,4	19,2	336,4	50,6	23,1	13,6	21,3	350,7
4. non classificate	6,7	4,4	—	3,9	51,4	11,2	3,7	- 1,4	1,3	58,5
Totale posizioni sull'estero di cui: in valuta estera e in ECU	264,8 165,0	103,7 54,1	122,7 80,0	221,5 164,3	2.512,7 1.817,2	237,7 189,1	109,1 55,3	147,5 89,3	230,6 161,9	2.476,4 1.917,9
Posizioni sull'interno in valuta estera:										
5. interbancarie ¹	51,2	11,1	14,5	51,8	406,5	48,4	15,3	15,0	63,8	407,8
6. verso soggetti non bancari ²	19,4	10,1	13,1	10,9	150,1	5,3	2,1	5,7	8,1	68,8
Totale posizioni sull'interno	70,6	21,2	27,6	62,7	556,6	53,7	17,4	20,7	71,9	476,6
Totale posizioni in valuta estera	235,6	75,3	107,6	227,0	2.373,8	242,8	72,7	110,0	233,8	2.394,5

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.

¹ Solo per le banche situate in Europa, Canada e Giappone. ² Solo per le banche situate in Europa e Canada.

L'area dichiarante ha raggiunto un totale di \$30 miliardi, pressappoco identico a quello del 1984. Tuttavia, poiché una parte assai rilevante di questo incremento probabilmente ha avuto luogo sotto forma di acquisti di titoli, il nuovo credito diretto dovrebbe essere diminuito sensibilmente. In aggiunta, vi sono stati \$4 miliardi di nuovi crediti (prevalentemente attività verso istituzioni internazionali) per i quali non è possibile una ripartizione geografica. Le varie forme di impieghi all'interno dell'area ammontano a \$53 miliardi. Oltre ad un considerevole volume di crediti non identificati a soggetti non bancari, la rimanenza di \$47 miliardi comprende l'utilizzo di fondi internazionali da parte delle stesse banche dichiaranti per impieghi sull'interno o altri investimenti non rispecchiati dalle loro posizioni creditorie sull'estero. Le sole banche negli Stati Uniti hanno assorbito circa \$27 miliardi di fondi esteri, per lo più in dollari, per impieghi sull'interno.

Dal lato dell'offerta del mercato bancario internazionale, lo scorso anno l'afflusso di nuovi fondi dall'esterno dell'area dichiarante si è notevolmente rallentato, scendendo da \$30 miliardi nel 1984 a \$16 miliardi. Per contro, i nuovi depositi identificati affluiti alle banche da soggetti non bancari entro l'area dichiarante sono ammontati a circa \$29 miliardi, con un incremento di \$10 miliardi rispetto al 1984. In aggiunta, circa \$10 miliardi di nuovi fondi sono stati incanalati sul mercato tramite i conti fiduciari delle banche in Svizzera, e \$5 miliardi hanno costituito nuovi depositi di istituzioni monetarie internazionali. Il saldo di \$40 miliardi comprende un certo volume di depositi non identificati di soggetti non bancari, ma per la maggior parte rappresenta nuovi fondi internazionali forniti dalle stesse banche dichiaranti per crediti all'estero in moneta nazionale, oppure per la conversione in valuta estera di disponibilità in moneta nazionale. Lo scorso anno le banche operanti in Giappone e Germania, entrambi paesi con ampie eccedenze di parte corrente, sono state le fornitrici di nuovi fondi di gran lunga più importanti, e pare abbiano congiuntamente contribuito a gran parte del summenzionato importo di \$40 miliardi.

Tornando a considerare le operazioni delle banche dichiaranti con soggetti non bancari entro la stessa area dichiarante, la maggiore espansione dei crediti si è avuta nei confronti dei residenti negli Stati Uniti (+\$12,6 miliardi) e nel Regno Unito (+\$10,4 miliardi). Relativamente a quest'ultimo paese, la maggior parte dell'incremento va ascritta ai crediti sull'interno in valuta estera erogati dalle banche nel Regno Unito, dei quali una quota sostanziale è probabilmente affluita ad istituti di investimento mobiliare a capitale straniero e ad altre società estere operanti nel Regno Unito. Altri importanti mutuatari sono stati i residenti di Svezia (\$2,7 miliardi), Canada (\$2,5 miliardi), Svizzera (\$2 miliardi) e di alcuni paesi europei minori. Non sono disponibili dati sugli impieghi in valuta estera sull'interno effettuati dalle banche in Giappone, ma essi paiono essere stati consistenti. Un cospicuo ammontare di crediti all'estero è stato inoltre accordato a soggetti non bancari con sede legale nelle isole Cayman (\$3,6 miliardi) ed a residenti di Hong Kong (\$0,9 miliardi). Per contro, lo scorso anno due gruppi tradizionali di mutuatari, gli operatori non bancari di Italia e Spagna, hanno fortemente ridotto il loro indebitamento verso il settore bancario internazionale, rispettivamente di \$5,2 e \$4,7 miliardi.

Dal lato della provvista delle banche, l'afflusso di nuovi depositi da soggetti non bancari entro l'area dichiarante si è distribuito in modo più uniforme. Il

Raccolta e impieghi dei fondi bancari internazionali. Stime

	Flussi depurati degli effetti di cambio						Consi- stenze a fine 1985
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	
	in miliardi di dollari USA						
Impieghi di fondi:							
area dichiarante	88	93	42	53	76	77	809
area esterna	68	66	39	28	14	19	620
non classificati	4	6	14	4	—	4	51
Totale	160	165	95	85	90	100	1.480
Raccolta di fondi:							
area dichiarante	104	137	93	80	62	83	1.022
area esterna	52	17	-12	1	29	16	399
non classificati	4	11	14	4	- 1	1	59
Totale	160	165	95	85	90	100	1.480
Flussi netti:							
area dichiarante	- 16	- 44	-51	-27	14	- 6	- 213
area esterna	16	49	51	27	-15	3	221
non classificati	—	- 5	—	—	1	3	- 8

maggior volume di nuovi depositi, quasi \$7 miliardi, è provenuto dai residenti del Regno Unito. Il settore non bancario degli Stati Uniti, che nel 1984 aveva effettuato prelievi per \$5,3 miliardi, lo scorso anno ha accresciuto i propri depositi di \$6 miliardi. Altri importanti fornitori di nuovi depositi sono stati i residenti non bancari di Germania (\$2,6 miliardi) e Belgio-Lussemburgo (\$2,5 miliardi), ma un consistente volume di depositi è anche affluito dai residenti della maggior parte degli altri paesi industriali dell'area dichiarante. Anche in questo caso non sono disponibili dati sui depositi in valuta effettuati dai residenti giapponesi presso le banche interne. Nel 1985 solo i soggetti non bancari di Canada e Svizzera hanno ridotto i loro depositi, rispettivamente di \$1 e 0,9 miliardi. Relativamente ad altri paesi dell'area dichiarante, un considerevole volume di nuovi depositi è pervenuto dai residenti non bancari di Hong Kong (\$1,9 miliardi) e delle Antille Olandesi (\$1,3 miliardi).

Il flusso di credito ai paesi esterni all'area dichiarante. Nel 1985 la ripresa dei nuovi crediti accordati all'esterno dell'area dichiarante è avvenuta quasi esclusivamente nei confronti dei paesi dell'Europa orientale. Grazie ai risultati ottenuti nel recente passato dall'azione di aggiustamento, la maggior parte dei paesi di quest'area ha riacquisito la fiducia delle banche ed è stata in grado di ottenere condizioni alquanto favorevoli. Nel 1985 essi hanno raccolto fondi per \$5,4 miliardi riducendo in pari tempo l'incremento dei loro depositi. Di conseguenza, essi sono tornati ad essere prenditori netti di nuovi fondi, nella misura di \$2,7 miliardi, mentre nei tre precedenti anni avevano ridotto il loro indebitamento netto verso le banche dichiaranti per un totale di quasi \$15 miliardi.

Come di consueto, anche lo scorso anno gli andamenti per l'insieme dei paesi dell'Est europeo sono stati fortemente influenzati dagli sviluppi relativi all'Unione Sovietica. Questo paese, i cui proventi delle esportazioni di energia hanno subito un drastico calo, ha ottenuto nuovi crediti per \$3,7 miliardi, incrementando in pari tempo di \$0,9 miliardi i propri depositi. Il secondo maggiore mutuatario di questo gruppo è costituito dalla Repubblica Democratica Tedesca, con un nuovo

Flussi creditizi tra le banche dichiaranti alla BRI e gruppi di paesi esterni all'area dichiarante¹. Stime

Posizione delle banche dichiaranti verso:	Variazioni a tassi di cambio costanti di fine trimestre							Consistenze a fine 1985
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	
in miliardi di dollari USA								
Paesi OPEC²								
attività	7,2	7,0	4,2	8,2	9,8	- 1,8	- 1,1	110,2
passività	37,4	41,9	3,2	-18,2	-13,1	2,3	6,9	159,9
posizione netta ³	-30,2	- 34,9	1,0	26,4	22,9	- 4,1	- 8,0	- 49,7
<i>per memoria:</i>								
riserve in valuta estera ⁴	15,0	14,6	- 8,8	- 7,5	- 8,3	- 3,4	6,4	61,1
saldo delle partite correnti	58,5	106,5	49,0	-17,0	-17,0	- 9,5	- 5,5	.
PVS non OPEC								
attività	35,3	38,9	39,9	19,8	12,2	10,4	8,5	349,6
passività	12,3	4,0	9,5	4,6	10,3	19,8	3,1	177,3
posizione netta ³	23,0	34,9	30,4	15,2	1,9	- 9,4	5,4	172,3
<i>per memoria:</i>								
riserve in valuta estera ⁴	8,6	- 1,8	-	- 2,5	8,5	17,3	3,9	88,8
saldo delle partite correnti	-42,5	- 64,5	-79,0	-61,0	-34,5	-30,0	-26,5	.
Altri paesi industriali								
attività	7,5	15,4	16,8	16,0	7,1	5,7	5,9	99,9
passività	7,0	5,7	3,8	- 0,1	1,3	3,2	3,4	35,1
posizione netta ³	0,5	9,7	13,0	16,1	5,8	2,5	2,5	64,8
<i>per memoria:</i>								
riserve in valuta estera ⁴	3,1	1,2	- 1,7	1,8	2,4	- 0,9	- 1,1	13,2
saldo delle partite correnti	- 7,5	- 16,5	-25,0	-24,0	-13,0	-14,5	-11,5	.
Europa orientale								
attività	7,2	6,8	4,8	- 4,6	- 1,2	- 0,1	5,4	60,3
passività	4,7	0,9	0,1	2,0	2,7	4,3	2,7	27,0
posizione netta ³	2,5	5,9	4,7	- 6,6	- 3,9	- 4,4	2,7	33,3

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 III e VII. Ciò vale in particolare per il gruppo "Altri paesi industriali" 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 industriali", 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.

indebitamento per \$1 miliardo e un contemporaneo aumento dei propri depositi nella misura di \$1,4 miliardi. Altri importanti clienti sono stati la Bulgaria e l'Ungheria, che hanno attinto nuovi crediti rispettivamente per \$0,9 e 0,8 miliardi, accrescendo in misura consistente i loro depositi. Per contro, le posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso la Romania e la Polonia si sono ridotte di \$0,5 e 0,4 miliardi rispettivamente; in quest'ultimo caso in buona parte per effetto del trasferimento di attività ad enti pubblici di assicurazione del credito all'esportazione.

Lo scorso anno i flussi di finanziamento bancario ai paesi in via di sviluppo (PVS) non OPEC hanno segnato un'ulteriore diminuzione; il nuovo credito, ammontato a non più di \$8,5 miliardi, è calato di \$2 miliardi rispetto al 1984, e corrisponde solo al 20-25% dei livelli raggiunti negli anni precedenti lo scoppio della crisi debitoria internazionale. D'altra parte, il nuovo deterioramento della

situazione finanziaria dei paesi debitori e il conseguente rallentamento nella loro accumulazione di riserve hanno comportato una netta flessione dei nuovi depositi presso le banche dichiaranti, scesi da quasi \$20 miliardi nel 1984 a soli \$3,1 miliardi nel 1985. Pertanto, questi paesi sono passati dalla posizione di fornitori netti di nuovi fondi alle banche dichiaranti nella misura di \$9,4 miliardi nel 1984, a prenditori netti per un ammontare di \$5,4 miliardi lo scorso anno.

Flussi creditizi tra le banche dichiaranti e singoli gruppi di PVS non OPEC

	Variazioni stimate a tassi di cambio costanti di fine trimestre								Consistenze a fine 1985
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984*	1985	
	in miliardi di dollari USA								
Attività									
America Latina . . .	14,4	23,2	27,4	30,5	12,1	7,8	5,7	1,3	217,9
Medio Oriente . . .	1,2	1,2	2,1	2,3	1,7	0,3	- 0,3	- 0,4	15,9
Africa	3,1	2,7	2,0	2,0	1,7	0,6	0,1	0,4	21,1
Asia	3,9	8,2	7,4	5,1	4,3	3,5	4,9	7,2	94,7
Totale	22,6	35,3	38,9	39,9	19,8	12,2	10,4	8,5	349,6
Passività									
America Latina . . .	8,0	4,9	- 0,9	4,7	- 1,9	5,8	10,3	- 1,1	67,9
Medio Oriente . . .	3,3	1,7	2,7	1,5	1,8	- 0,9	- 1,5	1,0	22,0
Africa	0,6	1,8	0,7	0,5	- 0,8	0,2	1,1	1,2	12,1
Asia	2,6	3,9	1,5	2,8	5,5	5,2	9,9	2,0	75,3
Totale	14,5	12,3	4,0	9,5	4,6	10,3	19,8	3,1	177,3

* 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.

Data la perdurante dicotomia del mercato, il nuovo credito ai PVS non OPEC si è ripartito in modo tutt'altro che uniforme. Le attività verso i paesi dell'Asia si sono accresciute da \$4,9 miliardi nel 1984 a \$7,2 miliardi, mentre i nuovi crediti all'America Latina hanno subito un forte calo, da \$5,7 a 1,3 miliardi, soprattutto in seguito al rallentamento, da \$10 a 3 miliardi, delle erogazioni nel quadro di nuove linee di credito concertate a livello ufficiale.

Fra i paesi dell'Asia, la Cina, che ha subito un forte peggioramento della bilancia commerciale, ha rappresentato il prenditore di fondi di gran lunga più importante: con un'espansione dell'indebitamento di \$4,8 miliardi e una marcata riduzione dei propri depositi, su base netta essa ha attinto nuovi fondi per \$10,3 miliardi dalle banche dichiaranti. Ciò nonostante, la Cina ha mantenuto una posizione creditoria netta nei confronti del settore bancario internazionale, in quanto a fine 1985 la consistenza dei suoi depositi, pari a \$11,7 miliardi, superava di \$2,3 miliardi il proprio indebitamento in essere. Altri importanti mutuatari di nuovi fondi sono stati la Corea del Sud e l'India, che hanno rispettivamente ottenuto \$2,3 e 1,6 miliardi di nuovi crediti, riducendo in pari tempo i propri depositi di \$0,4 e 0,6 miliardi. Per contro, Taiwan, paese con ingenti eccedenze di bilancia dei pagamenti e con corrispondenti ampie accumulazioni di riserve, ha rimborsato \$0,6 miliardi di debiti, accrescendo di \$6,7 miliardi i propri depositi. Con una posizione creditoria verso le banche che supera di \$18,6 miliardi l'ammontare delle

passività, questo paese è ora, dopo l'Arabia Saudita, il maggior creditore netto dell'area esterna nei confronti del settore bancario internazionale. Un altro paese che lo scorso anno ha migliorato la propria posizione netta — sebbene per ragioni alquanto diverse — è costituito dalle Filippine: i rimborsi di prestiti contratti sono ammontati a \$0,7 miliardi e l'aumento dei depositi a \$0,3 miliardi.

Tra i paesi dell'America Latina, il solo importante mutuuario di nuovi fondi è stata l'Argentina che, beneficiando di nuove linee di credito concertate a livello ufficiale per un ammontare di \$4,2 miliardi, ha attinto \$2,2 miliardi di nuovi fondi, accrescendo di \$1,3 miliardi i propri depositi. Il Cile ha mutuato fondi per \$0,4 miliardi ed ha effettuato prelievi dai depositi per \$0,2 miliardi. Il Brasile, per contro, ha attinto fondi dal settore bancario internazionale riducendo di \$2 miliardi i propri depositi e rimborsando \$1,3 miliardi di debiti; analogamente, il Perù ha effettuato rimborsi per \$0,2 miliardi, prelevando \$0,8 miliardi sui depositi. Anche il Messico, che ha ottenuto un volume solo modesto di nuovi crediti dalle banche dichiaranti, ha ridotto i suoi depositi di \$0,5 miliardi. Viceversa, la Colombia, grazie al sostenuto andamento delle sue esportazioni, è stata in grado di ridurre di \$0,7 miliardi l'indebitamento bancario, attingendo solo in misura marginale ai propri depositi.

I paesi OPEC, che grazie a drastici tagli delle importazioni hanno conseguito un notevole miglioramento nella loro posizione aggregata di bilancia dei pagamenti nel 1985, hanno incrementato di \$6,9 miliardi i loro depositi, rimborsando \$1,1 miliardi di debiti. Di conseguenza, per la prima volta dal 1980 essi sono risultati importanti fornitori netti di nuovi fondi alle banche dichiaranti. I maggiori incrementi dei depositi sono provenuti da Venezuela (\$2,8 miliardi), Libia (\$2,3 miliardi), Algeria (\$1,2 miliardi), Arabia Saudita (\$0,9 miliardi) e Iran (\$0,7 miliardi). Consistenti rimborsi di debiti sono stati effettuati dagli Emirati Arabi Uniti (\$1,3 miliardi), dal Kuwait (\$0,6 miliardi) e dall'Arabia Saudita (\$0,5 miliardi). L'Iraq, per contro, ha accresciuto di \$1,2 miliardi il proprio indebitamento bancario e l'Algeria ha raccolto fondi per \$0,7 miliardi.

Infine, i paesi industriali all'esterno dell'area dichiarante hanno effettuato un volume di nuove operazioni con le banche dichiaranti pressoché uguale a quello del 1984: essi hanno raccolto fondi per \$5,9 miliardi accrescendo nel contempo i loro depositi di \$3,4 miliardi. I maggiori prenditori di nuovi crediti sono stati l'Australia (\$2,5 miliardi) e la Turchia (\$1,4 miliardi). Tuttavia, mentre l'Australia ha anche accresciuto di \$1,4 miliardi i propri depositi, la Turchia li ha ridotti nella misura di \$0,8 miliardi, diventando così all'interno di questo gruppo il più importante prenditore netto di nuovi fondi bancari internazionali, i quali nel 1985 hanno superato il fabbisogno di finanziamento del disavanzo corrente con l'estero. Altri importanti mutuuari sono stati la Grecia (\$1,1 miliardi) e la Nuova Zelanda (\$1 miliardo). Nei confronti del Sudafrica, invece, che agli inizi del 1985 si era trovato confrontato con il rifiuto delle banche di rinnovare le linee di credito in scadenza e che aveva dovuto richiedere una parziale moratoria del debito, le posizioni creditorie delle banche dichiaranti si sono ridotte di \$1,1 miliardi (probabilmente in parte per effetto di trasferimenti di attività ad istituti di assicurazione del credito all'esportazione); al tempo stesso, i depositi effettuati dal Sudafrica sono aumentati di \$0,7 miliardi. Un altro paese che ha registrato un incremento relativamente ampio (\$0,8 miliardi) dei suoi depositi presso le banche dichiaranti è stato il Portogallo,

che lo scorso anno è riuscito a migliorare sensibilmente la propria posizione di riserva sull'estero.

Il ruolo dei singoli centri di mercato. Considerando i singoli paesi dell'area dichiarante, lo scorso anno la crescita delle operazioni con l'estero è stata particolarmente pronunciata nel caso delle banche situate in Giappone, che hanno continuato a rafforzare la loro presenza sui mercati internazionali ed hanno accresciuto fortemente il proprio portafoglio di titoli internazionali. La loro posizione attiva sull'estero è aumentata di \$53,4 miliardi, ossia del 38%. In seguito alle varie misure di liberalizzazione finanziaria adottate in Giappone nel corso del 1984-85, le attività esterne denominate in yen hanno segnato un tasso di incremento particolarmente forte (43%). Poiché le passività sono cresciute ad un ritmo meno sostenuto, la posizione creditoria netta sull'estero delle banche commerciali giapponesi si è ampliata notevolmente, da \$3,2 miliardi alla fine del 1984 a \$15,3 miliardi.

L'andamento della posizione esterna aggregata delle banche operanti negli Stati Uniti rappresenta in certa misura l'immagine speculare di quello delle banche giapponesi. Lo scorso anno la posizione creditoria sull'estero del settore bancario USA non ha mostrato pressoché alcun incremento, e persino le attività esterne delle International Banking Facilities (IBF) negli Stati Uniti sono aumentate ad un ritmo relativamente lento (\$11,1 miliardi, ossia meno del 6%). Un ampio volume di nuovi crediti pare essere affluito alle affiliate estere, peraltro compensato in misura considerevole da una riduzione assoluta delle attività esterne verso altre banche e soggetti non bancari. Al tempo stesso, data la situazione di forte liquidità del mercato dell'eurodollaro e il ruolo assunto su tale mercato dal settore bancario statunitense, assimilabile a quello di fornitore o prestatore residuale di fondi, le banche operanti negli Stati Uniti hanno registrato un forte aumento, di \$38 miliardi, delle loro passività esterne. Conseguentemente, la posizione creditoria netta sull'estero delle banche negli Stati Uniti — che all'epoca della sua massima espansione, nel marzo 1983, raggiungeva \$131 miliardi — si è ridotta nel 1985 di ulteriori \$27 miliardi, scendendo a meno di \$59 miliardi.

Dopo tre anni di crescita relativamente lenta, anche le operazioni con l'estero delle banche situate nei paesi europei dichiaranti hanno segnato una ripresa nel 1985, sebbene il tasso di espansione, pari a circa il 10%, sia stato ancora di gran lunga inferiore a quelli registrati prima del 1982. In termini assoluti, le attività esterne si sono accresciute di \$118,5 miliardi, raggiungendo un ammontare complessivo di \$1.292 miliardi. Le banche del Regno Unito, la cui quota sul totale delle posizioni in essere dei centri di mercato europei superava il 46% alla fine del 1984, hanno contribuito per appena un quarto a questa crescita. Una delle ragioni dell'espansione relativamente modesta (circa il 5,5%) registrata dal maggior centro bancario internazionale è probabilmente dovuta al fatto che, diversamente dalla maggior parte degli altri paesi dichiaranti, i dati per il Regno Unito non comprendono ancora le disponibilità bancarie in titoli a lungo termine. In effetti, le passività esterne delle banche del Regno Unito hanno segnato un aumento decisamente maggiore di quello delle attività, determinando un ampliamento di \$16,6 miliardi della posizione debitoria netta sull'estero, ammontata a \$58,5 miliardi. Buona parte di questo incremento pare aver rispecchiato l'impiego di fondi esteri da parte delle banche per ampliare il loro portafoglio titoli. La crescita delle attività esterne è stata relativamente debole anche in Francia (4,5%), il maggiore centro bancario europeo dopo il Regno Unito.

Andamenti nei singoli centri bancari

Posizioni esterne delle banche situate in:	Flussi a tassi di cambio costanti di fine trimestre								Consistenze a fine 1985	
	Attività				Passività				Attività	Passività
	1981	1983	1984	1985	1981	1983	1984	1985		
	in miliardi di dollari USA									
Regno Unito	79,5	27,9	23,4	29,2	78,7	33,1	35,8	45,8	552,0	610,5
Francia	9,1	1,2	8,1	7,4	14,9	1,8	6,7	4,7	163,5	155,2
Lussemburgo	6,2	1,4	7,3	9,6	4,1	0,3	5,8	9,4	108,6	99,4
Germania	7,4	-	7,5	19,3	1,5	- 2,0	5,6	6,3	97,4	74,2
Belgio	8,8	3,8	11,0	16,1	9,8	6,5	12,5	16,8	92,3	106,7
Paesi Bassi	7,4	- 0,4	3,9	5,2	4,6	- 3,5	1,8	4,2	71,4	64,6
Svizzera	5,1	0,2	2,3	9,0	2,8	- 1,8	1,0	8,0	70,8	45,3
Italia	6,4	2,0	3,0	8,8	4,4	3,9	6,7	5,7	49,5	63,9
Austria	2,4	2,5	2,0	5,2	1,8	1,7	3,9	5,5	34,2	36,9
Spagna	-	-	1,3	1,7	-	-	0,6	- 1,3	19,9	18,2
Danimarca	0,7	1,3	1,2	4,1	0,6	1,3	1,4	4,8	11,4	11,7
Svezia	0,1	0,6	0,1	1,5	1,9	1,2	- 0,3	3,1	8,9	17,4
Altri paesi europei dichiaranti ¹	0,8	- 0,1	1,8	1,4	0,9	0,3	3,5	4,9	12,5	27,5
Totale paesi europei dichiaranti	133,9	40,4	72,9	118,5	126,0	42,8	85,0	117,9	1.292,4	1.331,5
IBF negli Stati Uniti	63,4	28,1	17,9	11,1	48,3	31,6	19,8	14,9	201,7	191,8
Altre banche negli Stati Uniti	12,3	5,4	- 1,7	0,1	-10,0	17,1	12,3	23,3	222,7	173,7
Totale banche negli Stati Uniti	75,7	33,5	16,2	11,2	38,3	48,7	32,1	38,2	424,4	365,5
Giappone	20,7	18,6	22,0	53,4	21,8	7,5	23,8	41,3	194,6	179,3
Canada	2,7	3,5	2,1	2,1	18,0	3,9	1,6	2,1	46,1	65,7
Altri paesi dichiaranti ²	31,8	7,7	9,5	36,3	33,6	6,2	5,0	31,1	555,2	534,4
Totale	264,8	103,7	122,7	221,5	237,7	109,1	147,5	230,6	2.512,7	2.476,4

¹ Comprende, fino al 1983, l'Irlanda e, dal 1984, anche la Finlandia e la Norvegia. ² Comprende, fino al 1983, le filiali di banche USA situate nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e 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.

Per contro, un'espansione eccezionalmente forte delle attività esterne - di \$19,3 miliardi, ovvero quasi del 25% - è stata registrata dal settore bancario della Germania. Gran parte di essa ha avuto luogo nel quarto trimestre ed ha costituito crediti accordati ad altre banche (comprese le proprie affiliate) operanti sul mercato dell'euromarco, dove vi è stata una carenza di liquidità a causa dell'impiego di fondi in euromarchi per acquisizioni di titoli denominati in marchi e dei prelievi da depositi ufficiali per interventi sui mercati dei cambi. Poiché l'aumento delle passività esterne delle banche operanti in Germania è stato nettamente inferiore, la loro posizione creditoria netta sull'estero si è ampliata di ben \$13 miliardi, un importo grosso modo corrispondente all'eccedenza della bilancia corrente tedesca. Forti incrementi delle attività sull'estero sono stati inoltre notificati dalle banche situate in Belgio (21%), Italia (21,5%), Austria (18%) e Danimarca (56%).

Nel 1985 le banche con sede in Italia hanno ridotto di \$3,1 miliardi la loro posizione debitoria netta sull'estero, portandola a \$14,4 miliardi. La Spagna è stato l'unico paese dell'area europea dichiarante in cui le banche hanno ridotto in termini assoluti le loro passività esterne, diminuite di \$1,3 miliardi. Avendo ulteriormente

incrementato le loro attività sull'estero, esse sono passate da una posizione debitoria netta sull'estero di \$ 1,3 miliardi ad una posizione creditoria netta di \$ 1,7 miliardi, un'inversione di saldo resa possibile dalla sottostante eccedenza dei pagamenti correnti.

La struttura per monete dell'attività bancaria internazionale e l'evoluzione del mercato dell'ECU. Analogamente al 1984, le posizioni esterne denominate in dollari delle banche nei paesi industriali dell'area dichiarante sono aumentate molto meno di quelle in altre valute, non solo come incremento percentuale, ma anche in cifre assolute, e precisamente di \$ 60,4 miliardi rispetto a \$ 124,8 miliardi (comprese le posizioni in ECU). In termini percentuali, le posizioni esterne in dollari si sono accresciute del 5%, mentre quelle denominate in altre valute sono aumentate del 21%, ovvero del 54% se non si escludono gli effetti di cambio. Infatti, a tassi di cambio correnti, la quota del dollaro sul totale delle posizioni esterne delle banche dichiaranti si è ridotta da quasi tre quarti a fine 1984 a poco meno di due terzi. Ciò starebbe ad indicare una maggior cautela dei mercati nei confronti della moneta americana, sebbene anche altri fattori, quali la deregolamentazione finanziaria, abbiano stimolato la crescita delle operazioni in monete diverse dal dollaro.

Struttura per monete delle posizioni sull'estero delle banche dichiaranti¹

Monete		Flussi depurati degli effetti di cambio								Consistenze a fine 1985	
		Attività				Passività				Attività	Passività
		1981	1983	1984	1985	1981	1983	1984	1985		
in miliardi di dollari USA											
Dollaro USA	A	98,0	24,1	22,3	51,6	116,5	21,0	40,5	40,9	830,7	937,1
	B	74,4	33,7	10,1	8,8	38,4	48,0	28,0	32,9	408,2	350,2
Altre monete	A	45,2	22,3	35,2	64,4	39,0	28,1	33,1	78,1	397,4	414,0
	B	25,4	15,9	32,4	46,8	10,2	5,8	30,3	35,1	283,2	206,4
<i>di cui²:</i>											
marco tedesco	A	15,8	9,5	10,7	13,4	10,2	9,0	16,5	15,8	162,1	161,6
	B	4,8	0,9	4,2	15,4	0,2	- 0,4	2,8	2,9	69,9	46,7
franco svizzero	A	11,2	2,7	3,0	15,2	15,8	4,7	2,8	18,8	90,9	90,3
	B	2,6	0,8	1,6	2,7	2,4	- 1,7	0,9	2,4	35,1	11,2
yen	A	6,6	1,3	6,4	21,0	5,8	4,0	1,8	19,3	50,4	47,5
	B	5,2	5,1	11,9	22,1	1,7	- 0,2	11,3	17,9	73,8	49,5
sterlina	A	3,7	0,5	5,2	4,7	0,3	- 0,6	4,9	7,0	23,5	27,6
	B	5,0	3,3	6,7	2,4	4,8	6,1	8,4	5,8	36,6	49,9
ECU		.	.	13,2	13,6	.	.	10,6	12,5	38,0	34,3

Nota: A = posizioni in eurovalute; B = posizioni sull'estero in moneta nazionale.

¹ Solo le posizioni delle banche nei paesi industriali dell'area dichiarante. ² Escluse le posizioni delle banche negli Stati Uniti.

La crescita più rapida è stata registrata dal settore dello yen che ha tratto vantaggio non solo dai vari provvedimenti di liberalizzazione adottati in Giappone, ma anche dal ruolo assai dinamico svolto dalle banche giapponesi sul mercato internazionale dei capitali; in particolare, le attività in euroyen si sono accresciute di ben il 71%. La seconda maggior espansione relativa si è avuta nel settore dell'ECU, con un tasso di aumento delle attività esterne delle banche dichiaranti

denominate in questa unità di conto pari al 56%. Sostanziali incrementi, specie in termini assoluti, sono stati conseguiti dai settori internazionali del franco svizzero e del marco tedesco (18 e 14% rispettivamente), anche se nel caso del marco l'espansione va principalmente ascritta ad impieghi all'estero in moneta nazionale da parte delle banche in Germania.

Struttura del mercato bancario dell'ECU

	Attività				Passività			
	Consistenze a fine anno			Flussi 1985*	Consistenze a fine anno			Flussi 1985*
	1983	1984	1985		1983	1984	1985	
in miliardi di dollari USA								
Posizioni verso soggetti non bancari:								
sull'interno	2,7	4,8	5,4	- 0,6	0,5	0,9	3,2	1,7
sull'estero nell'ambito della CEE	0,7	1,7	3,5	1,2	0,3	0,6	1,8	0,9
sull'estero al di fuori della CEE	0,2	0,8	2,0	1,0	0,1	0,4	1,2	0,5
non classificate	0,3	0,6	1,4	0,5	0,2	0,1	0,2	0,2
Totale posizioni verso soggetti non bancari	3,9	7,9	12,3	2,1	1,1	2,0	6,4	3,3
Posizioni verso le banche:								
sull'interno	2,3	5,4	10,8	3,5	2,5	6,3	10,7	3,5
sull'estero nell'ambito della CEE	5,0	12,7	24,3	7,4	5,6	13,1	25,0	7,6
sull'estero al di fuori della CEE	0,4	1,3	4,2	2,3	0,6	1,5	5,0	2,9
non classificate	0,3	0,9	2,6	1,2	0,2	0,4	1,0	0,4
Totale posizioni interbancarie	8,0	20,3	41,9	14,4	8,9	20,3	41,7	14,4
Totale	11,9	28,2	54,2	16,5	10,0	22,3	48,1	17,7

* A tassi di cambio costanti di fine trimestre.

La forte espansione degli aggregati bancari in ECU nel 1985 si è accompagnata ad un ampliamento della portata di questo settore del mercato, in particolare per quanto concerne la partecipazione di soggetti non bancari, la distribuzione geografica delle operazioni ed il ruolo dei singoli centri finanziari. Mentre alla fine del 1984 la base dei depositi di soggetti non bancari denominati in ECU era ancora alquanto ristretta, nel 1985 essa si è ampliata di \$3,3 miliardi, cioè di oltre il 100%. Per giunta questo incremento si è ripartito in modo assai diffuso, avendo riguardato non solo i soggetti interni ed altri residenti CEE, ma anche gli operatori non bancari di paesi al di fuori di quest'area. Per contro, i crediti in ECU accordati a mutuatari non bancari hanno registrato un'espansione molto più modesta (di \$2,1 miliardi, ovvero del 20,5%). Essa è dovuta ad un incremento ancora maggiore degli impieghi sull'estero, accresciutisi di due terzi, mentre le attività verso i settori interni non bancari, che a fine 1984 concorrevano per oltre il 60% al totale dei crediti a soggetti non bancari, sono addirittura diminuiti. Le posizioni interbancarie si sono accresciute di oltre il 50% lo scorso anno. Il volume delle operazioni con le banche situate all'esterno della CEE ha registrato un tasso di crescita particolarmente alto, nell'ordine del 130%, che sta ad indicare un'espansione della base geografica del mercato al di là dell'ambito originario dei paesi membri della CEE.

La scomposizione per paesi delle operazioni sul mercato dell'ECU evidenzia un certo calo dell'importanza relativa della Francia e dell'Italia nel 1985. L'incremento dei depositi di soggetti non bancari si è prevalentemente concentrato nei paesi del Benelux e nel Regno Unito. Nei Paesi Bassi le passività in ECU delle banche verso operatori non bancari sono aumentate di oltre il 250%, salendo a \$ 1,8 miliardi. Un'espansione ancor maggiore delle passività in ECU verso il settore non bancario — peraltro rispetto ad una base più bassa — è stata notificata dalle banche nel Regno Unito. Queste ultime hanno anche registrato il più forte incremento delle passività interbancarie (\$ 4,1 miliardi) e occupano ora il secondo posto, dopo le banche in Francia, sul mercato interbancario dell'ECU. Dal lato dell'attivo delle banche, la flessione complessiva nei crediti in ECU a residenti non bancari è dovuta interamente al calo di \$ 1,6 miliardi registrato dalle banche in Italia, mentre in altri paesi dichiaranti i crediti in ECU a residenti hanno continuato ad espandersi. Le attività verso operatori non bancari esteri si sono fortemente accresciute in quasi tutti i paesi dichiaranti, ad eccezione dell'Italia.

Il mercato dei prestiti consorziali. In seguito all'ulteriore spostamento nelle preferenze dei mutuatari di prim'ordine verso il mercato mobiliare e alla perdurante riluttanza delle banche ad accrescere la loro esposizione nei confronti di determinati paesi debitori, il volume dei nuovi europrestiti consorziali annunciati è nuovamente calato lo scorso anno, scendendo da \$ 36,6 miliardi nel 1984 a \$ 21,2 miliardi (cfr. tabella di pag. 110), ossia al livello più basso dal 1972. La contrazione si è distribuita in modo alquanto ampio ed ha riguardato tutti i gruppi di paesi, ad eccezione di quelli dell'Europa orientale che, in considerazione del loro limitato accesso ai mercati mobiliari, hanno accresciuto il ricorso ai prestiti consorziali da \$ 2,5 miliardi nel 1984 a \$ 3,7 miliardi. Per contro, i nuovi crediti ottenuti dai PVS (compresi i paesi OPEC) hanno segnato un calo particolarmente pronunciato, essendo passati da oltre \$ 17 miliardi ad appena \$ 8 miliardi, ivi compresi \$ 2,3 miliardi di crediti "non spontanei" annunciati nel quadro delle nuove facilitazioni creditizie concertate sotto l'egida ufficiale.

Lo scorso anno un aspetto di rilievo del mercato dei prestiti consorziali è stato il crescente numero di nuove linee di credito con clausola di trasferibilità, che ha dotato questo strumento di molti degli attributi propri dei titoli. Il primo prestito trasferibile è stato posto in essere nel 1984. Lo scorso anno questa tecnica è stata impiegata per un ammontare di \$ 3,9 miliardi di facilitazioni, pari al 18% dei nuovi crediti.

I mercati mobiliari internazionali

Il comparto a breve termine. Lo sviluppo più degno di nota nel 1985 è stato il rapido ritmo di espansione e di evoluzione del mercato delle Note issuance facilities (NIFs), linee di credito che consentono ai mutuatari di finanziarsi a medio termine attraverso emissioni ripetute di strumenti a breve. Nel 1985 il volume delle nuove facilitazioni poste in essere è salito a \$ 49,5 miliardi, e alla fine dell'anno il loro ammontare netto in essere raggiungeva circa \$ 70 miliardi. Questa rapida espansione è stata accompagnata da profondi cambiamenti nella struttura e nella fisionomia del mercato. L'aspetto più importante è la comparsa di facilitazioni in appoggio all'emissione di *euronotes* senza impegno di sottoscrizione che, per la loro

struttura, sono assimilabili ai programmi di emissione di carta commerciale negli Stati Uniti. Mentre originariamente le NIFs erano facilitazioni che prevedevano un impegno di sottoscrizione residuale, scadenze a tre-sei mesi, clausole di distribuzione basate su un agente esclusivo di collocamento o su un consorzio di licitazione (*tender panel*), nonché la fissazione dei termini di prezzo sulla base di tassi di riferimento come il LIBOR, gli schemi *euro-commercial paper* non sono collegati ad alcuna specifica linea di credito, hanno scadenze flessibili, sono assunti e ricollocati sul mercato da operatori in titoli e recano tassi di interesse fissati su base assoluta. Benché nell'insieme dello scorso anno gli schemi *euro-commercial paper* siano ammontati solo a circa un terzo delle nuove facilitazioni concordate nel 1985, nella seconda metà dell'anno la loro quota di mercato è andata aumentando, e nel quarto trimestre essi concorrevano per oltre il 50% alle nuove facilitazioni, con una tendenza all'aumento che è proseguita nel corso dei primi mesi del 1986.

Attività del mercato finanziario internazionale
scomposta per settori di mercato e per mutuatari

Tipi di strumenti	Mutuatari	Stati Uniti	Altri paesi industriali dichiaranti ¹	Altri paesi industriali	Europa orientale	PVS (compresi paesi OPEC)	Altri paesi ²	Totale
	in miliardi di dollari USA							
Obbligazioni internazionali								
1981		7,2	24,1	1,6	—	3,2	7,9	44,0
1982		15,3	37,7	4,0	—	3,1	11,6	71,7
1983		7,9	43,7	3,7	—	1,9	14,9	72,1
1984		24,9	60,8	6,1	0,1	2,8	13,4	108,1
1985		40,5	87,1	9,3	0,5	6,2	20,0	163,6
1986 I trimestre		12,5	31,2	4,1	0,4	1,5	6,1	55,8
Note issuance facilities ³								
1981		—	—	0,5	—	0,5	—	1,0
1982		0,4	0,8	0,4	—	0,5	0,2	2,3
1983		0,4	1,6	1,0	0,1	0,2	—	3,3
1984		3,1	9,6	4,8	0,1	0,6	0,7	18,9
1985		17,6	19,7	9,8	0,1	1,1	1,2	49,5
1986 I trimestre		2,1	8,3	3,1	—	0,6	—	14,1
Totale mercati mobiliari								
1981		7,2	24,1	2,1	—	3,7	7,9	45,0
1982		15,7	38,5	4,4	—	3,6	11,8	74,0
1983		8,3	45,3	4,7	0,1	2,1	14,9	75,4
1984		28,0	70,4	10,9	0,2	3,4	14,1	127,0
1985		58,1	106,8	19,1	0,6	7,3	21,2	213,1
1986 I trimestre		14,6	39,5	7,2	0,4	2,1	6,1	69,9
Prestiti bancari consorziali ⁴								
1981		8,3 ⁵	30,8	6,0	1,1	48,0	2,3	96,5 ⁵
1982		8,1	23,0	12,5	0,8	53,5	2,6	100,5 ⁵
1983		3,4	13,7	5,6	0,7	26,7	1,7	51,8 ⁶
1984		3,6	8,6	4,2	2,5	17,1	0,6	36,6 ⁶
1985		2,1	5,0	2,3	3,7	7,9	0,2	21,2 ⁶
1986 I trimestre		0,4	2,4	0,5	0,4	2,4	0,6	6,7

¹ Paesi che contribuiscono alle statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale. ² Centri *offshore*, istituzioni internazionali più partite non classificate. ³ Comprende tutte le facilitazioni in appoggio all'emissione di *euronotes* (NIFs, RUFs e facilitazioni a componenti multiple con opzione per l'emissione di *notes*) e le facilitazioni non assistite da impegno di sottoscrizione o di finanziamento, come gli schemi *euro-commercial paper* (ECP). ⁴ Esclusi i prestiti in essere rinegoziati, nel caso in cui siano cambiati soltanto gli *spreads*. ⁵ Esclusi \$35 miliardi di crediti *standby* accordati in connessione ad operazioni di incorporazione. ⁶ Compresi i seguenti importi rappresentati da crediti bancari non spontanei: \$11,2 miliardi nel 1982, \$13,7 miliardi nel 1983, \$6,5 miliardi nel 1984 e \$2,3 miliardi nel 1985.

Fonte: Banca d'Inghilterra.

Un'altra caratteristica di rilievo, specie nel primo semestre del 1985, è stata l'espansione delle facilitazioni a componenti multiple che consentono ai mutuatari di raccogliere fondi in modi diversi - aperture di credito a breve, accettazioni bancarie, crediti di transizione fra l'emissione ed il collocamento (*swingline credits*), ecc. Oltre al fatto di consentire l'accesso alla fonte di finanziamento più vantaggiosa in un dato momento, lo scorso anno una delle principali attrattive di questo strumento è consistita nella facoltà di raccogliere fondi anche in monete come il marco tedesco, la sterlina e lo yen, cosa allora non ancora possibile attraverso le emissioni di *euronotes* e gli schemi *euro-commercial paper*.

Sebbene sia stata attivata una quota solo modesta delle facilitazioni, vi sono indicazioni di un crescente interesse all'acquisto di *euronotes* e di *euro-commercial paper* da parte di investitori non bancari, che considerano tali titoli come succedanei ad elevato rendimento di altri strumenti a breve termine e ad elevata liquidità, come i titoli del Tesoro USA e la carta commerciale emessa sul mercato interno. L'introduzione di graduatorie in termini di affidabilità degli emittenti e la possibilità per gli investitori di effettuare offerte di sottoscrizione non vincolanti hanno accresciuto l'attrattiva di questo canale di finanziamento. Dal punto di vista dei mutuatari, la flessibilità e il costo relativamente basso delle *euronotes* sono indubbiamente fattori che hanno contribuito al declino dei prestiti consorziali e, più di recente, al rallentamento delle nuove emissioni di obbligazioni a tasso variabile. In aggiunta, queste facilitazioni sono state impiegate in sostituzione di linee di credito interbancarie e in appoggio all'emissione di carta commerciale negli Stati Uniti.

Durante il periodo in esame il mercato delle NIFs è stato oggetto di una serie di modifiche normative. La prima, annunciata nell'aprile 1985 dalla Banca d'Inghilterra, ha riguardato gli impegni di sottoscrizione assunti dalle banche nel quadro delle NIFs, le quali devono ora essere computate in misura del 50% per le attività di rischio ai fini della determinazione del coefficiente di capitale proprio. In seguito a tale annuncio, modifiche analoghe sono state introdotte, o proposte, in diversi altri paesi, tra cui Francia, Germania, Giappone e Stati Uniti. In secondo luogo, mercati interni della carta commerciale sono stati aperti in Francia a decorrere dal 18 dicembre 1985, nei Paesi Bassi dal gennaio 1986, e nel Regno Unito dal maggio 1986. In terzo luogo, agli inizi del 1986 negli Stati Uniti una sentenza giudiziale ha stabilito che, sulla base del Glass-Steagall Act, le banche non erano autorizzate alla negoziazione di carta commerciale. E' possibile che, se questa sentenza non verrà annullata da un'istanza superiore, alcune banche statunitensi cerchino di espandere le loro operazioni in *euro-commercial paper* per aumentare la loro concorrenzialità nei riguardi della clientela USA.

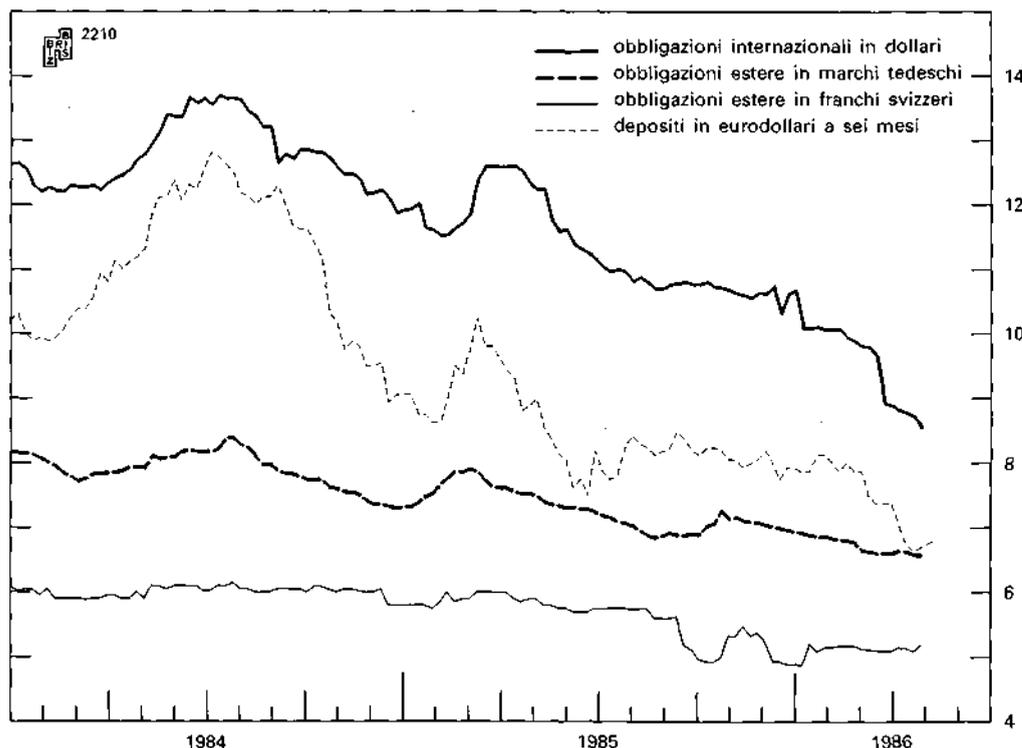
Oltre il 95% delle NIFs annunciate nel 1985 è stato accordato a mutuatari dei paesi sviluppati. Le società USA, in particolare, hanno intensificato il loro ricorso al mercato, espandendo la loro quota sul totale delle nuove facilitazioni da \$3,1 miliardi nel 1984 a \$17,6 miliardi lo scorso anno (ossia da circa il 16 al 36%). Altri paesi che hanno fatto ampio utilizzo di queste facilitazioni sono Australia (\$7,9 miliardi), Svezia (\$4,8 miliardi), Regno Unito (\$3,8 miliardi) e Francia (\$3 miliardi). Nel 1985 le società non bancarie hanno costituito per la prima volta il gruppo più importante di prenditori, avendo portato ad oltre il 60% la loro quota sul totale delle nuove facilitazioni.

Nel primo trimestre del 1986 il volume delle nuove linee per l'emissione di *euronotes* è ammontato a \$ 14,1 miliardi. Pur non discostandosi molto dalla media trimestrale dell'anno precedente, questo importo rappresenta un rallentamento rispetto alla rapida espansione avutasi nel quarto trimestre del 1985. In linea con la tendenza osservata nella seconda metà dell'anno, una parte crescente, ossia più del 75%, è stata rappresentata da facilitazioni non assistite da impegno di sottoscrizione o di finanziamento. I due aspetti di rilievo durante il primo trimestre sono stati lo spostamento avvenuto nella composizione dei mutuatari, con un incremento della quota delle società finanziarie a scapito di quella delle imprese industriali, e un brusco aumento delle facilitazioni predisposte per i mutuatari giapponesi (che sono ammontate a \$ 3 miliardi), in particolare banche, che in precedenza erano stati praticamente assenti dal mercato.

Il comparto a lungo termine. Dopo la vigorosa crescita del 1984, lo scorso anno il volume delle nuove emissioni obbligazionarie internazionali ha segnato un'ulteriore forte espansione, di \$ 55,5 miliardi, raggiungendo un totale di \$ 164 miliardi, superiore del 227% al livello di due anni prima. Anche se l'attività complessiva del 1985 si è uniformemente distribuita tra il primo e il secondo semestre, caratteristiche diverse hanno contraddistinto i due periodi. Nella prima parte dell'anno, la fiducia nel dollaro e le incertezze circa l'evoluzione futura dei tassi di interesse hanno favorito soprattutto il settore dell'eurodollaro e, in

Rendimenti di alcune categorie di obbligazioni internazionali e tassi di interesse sui depositi in eurodollari; 1984-86

Dati di metà settimana, in percentuale



particolare, quello delle obbligazioni a tasso variabile, dove le emissioni sono aumentate rispettivamente dell'86% e del 106% nei confronti del primo semestre 1984. Per contro, nella seconda metà del 1985 il volume delle emissioni in questi due settori del mercato si è ridotto di circa il 20%, per effetto del deprezzamento del dollaro e dell'andamento dei tassi di interesse a lungo termine che, dopo una reazione al rialzo nel primo trimestre, hanno proseguito la loro tendenza calante. Nel contempo, la quota di mercato delle obbligazioni a tasso fisso si è portata dal 56 al 67% e quella delle emissioni non denominate in dollari dal 33 al 46%.

I fattori di ordine generale che sono alla base della forte tendenza espansiva dei mercati mobiliari internazionali sono stati esaminati all'inizio del capitolo, ma due sviluppi che hanno influito in misura rilevante sugli andamenti e sulle caratteristiche strutturali del periodo in esame meritano particolare attenzione.

Il primo riguarda il crescente impiego delle operazioni di *swap*. Nel 1985 una quota assai ampia, benché statisticamente non quantificabile, delle nuove emissioni è stata scambiata contro titoli denominati in altre monete o altri tipi di strumenti creditizi, o contro entrambi. Tali operazioni hanno dato un rilevante impulso all'attività di emissione, avendo scisso l'esposizione al rischio, sia per i mutuatari sia per gli investitori, dai mercati di particolari titoli e valute, e avendo consentito di sfruttare le opportunità di arbitraggio determinate dalle barriere di tipo normativo. Di conseguenza, sono diventate meno rilevanti le caratteristiche di una specifica emissione in termini di tasso di interesse e di cambio. Gli *swaps* di valute a medio

Profilo strutturale del mercato delle obbligazioni internazionali

Voci	1982	1983	1984	1985				1986	
				anno	1° tri- mestre	2° tri- mestre	3° tri- mestre		4° tri- mestre
in miliardi di dollari USA									
Totale emissioni	71,7	72,1	108,1	183,6	38,1	42,5	37,6	45,4	55,8
<i>di cui:</i>									
obbligazioni ordinarie									
a tasso fisso	56,4	50,0	65,5	100,4	22,0	23,1	26,2	29,1	46,2
obbligazioni a tasso									
variabile (FRNs)	12,6	15,3	34,1	55,9	14,1	17,2	9,7	14,9	8,3
obbligazioni convertibili ¹	2,7	6,8	8,5	7,3	2,0	2,2	1,7	1,4	1,3
<i>di cui:</i>									
dollari USA euroemissioni	40,9	35,7	67,2	95,3	24,6	27,9	19,0	23,8	26,0
emissioni estere ²	3,2	3,4	1,2	3,3	0,8	0,4	0,8	1,3	2,2
franchi svizzeri	11,6	14,0	13,2	15,1	3,4	2,9	3,2	5,6	6,4
marchi tedeschi	5,5	6,3	6,8	11,3	1,8	2,8	1,9	4,8	4,3
ECU	0,9	1,7	2,8	7,2	1,5	2,0	2,2	1,5	1,7
yen euroemissioni	0,4	0,3	1,2	6,8	1,2	0,6	2,7	2,3	5,5
emissioni estere	3,5	3,7	4,7	5,6	1,2	1,7	1,4	1,3	2,2
sterline euroemissioni	0,8	2,0	4,1	5,7	1,4	1,0	1,6	1,7	3,2
emissioni estere	1,2	0,9	1,4	0,9	-	0,2	0,4	0,3	0,2
Altre	3,7	4,1	5,5	12,4	2,2	3,0	4,4	2,8	4,1

¹ Escluse le obbligazioni con *warrants*.

² Escluse le emissioni di mutuatari canadesi sul mercato di New York.

Fonte: Banca d'Inghilterra.

termine hanno inoltre concorso allo sviluppo di nuovi settori di mercato e, in particolare, di quelli dell'ECU – ove le nuove emissioni sono ammontate a \$7,2 miliardi – e delle monete minori, come il dollaro australiano (\$3,3 miliardi) e neozelandese (\$1,1 miliardi).

In secondo luogo, la crescita dei mercati obbligazionari nel 1985 è stata strettamente collegata alle modifiche nella normativa concernente i tipi di emissioni consentite e le categorie di intermediari finanziari autorizzati ad organizzare le emissioni stesse. La liberalizzazione più estesa si è avuta in Giappone, dove ha riguardato vari aspetti dell'attività di emissione. Anzitutto, è stata gradualmente ampliata la cerchia dei mutuatari esteri autorizzati ad emettere obbligazioni in yen sull'euromercato o in Giappone. Inoltre, in ottobre, è stato annunciato che le affiliate estere di società giapponesi sarebbero state autorizzate, sotto determinate condizioni, ad emettere euroobbligazioni in yen. In secondo luogo, è stato consentito alle istituzioni estere di operare come capofila nelle emissioni di obbligazioni in euroyen. In terzo luogo, è stata abolita la ritenuta alla fonte sulle euroobbligazioni in yen detenute da non residenti. Infine, in giugno i mutuatari non residenti sono stati autorizzati ad emettere FRNs, obbligazioni a cedola zero e a duplice denominazione valutaria sul mercato dell'euroyen. Di conseguenza, le nuove emissioni di obbligazioni internazionali denominate in yen si sono più che raddoppiate nel 1985. In particolare, il volume delle nuove euroobbligazioni in yen è balzato da \$1,2 a 6,8 miliardi.

Anche in Germania si sono avute importanti modifiche normative che hanno influito sull'attività del mercato finanziario internazionale. Con decorrenza dal maggio 1985 è stata consentita per la prima volta l'emissione di FRNs, di obbligazioni a cedola zero, di titoli collegati a *swaps* e di obbligazioni a duplice denominazione valutaria. Inoltre, le banche a capitale straniero situate in Germania sono state autorizzate a fungere da capofila nei consorzi di collocamento di obbligazioni estere denominate in marchi, e il calendario formale delle emissioni estere è stato sostituito da un sistema più flessibile. Per effetto di queste modifiche, il volume delle emissioni internazionali in marchi tedeschi è aumentato del 66% nel 1985, arrivando ad una cifra di \$11,3 miliardi, di cui quasi un terzo sotto forma di FRNs e di obbligazioni a cedola zero.

In Francia, nell'aprile 1985 è stato riaperto il mercato delle euroobbligazioni in franchi francesi, eccetto che per le emissioni di FRNs, ed a settembre le autorità italiane hanno autorizzato le emissioni di euroobbligazioni in lire da parte di non residenti.

Come negli anni precedenti, numerose emissioni obbligazionarie internazionali sono state dotate di clausole speciali, formulate in modo da sfruttare determinate aspettative in termini di tassi di interesse e di cambio. Ciò è valso soprattutto per le obbligazioni denominate in dollari, ma, in parte per effetto della deregolamentazione, alcune di queste tecniche hanno cominciato ad essere applicate anche in altri settori di denominazione. Per quanto concerne le tecniche connesse al tasso di cambio, formule quali le obbligazioni liberate parzialmente e le opzioni per l'acquisto di titoli addizionali hanno consentito agli investitori con una base di provvista diversa dal dollaro di trarre vantaggio da un successivo ribasso dei tassi di interesse USA, limitando in pari tempo la propria esposizione al rischio di un deprezzamento del dollaro. Anche le FRNs sono state dotate di una gamma di

clausole speciali, tra cui le più importanti sono quelle che pongono un limite superiore alla cedola variabile secondo un determinato indice di riferimento, e quelle che prevedono un adeguamento del rendimento ad intervalli di tempo più brevi di quelli fissati per il pagamento delle cedole.

Come di consueto, la maggior parte delle nuove emissioni è stata approntata per i mutuatari dei paesi industriali. I prenditori statunitensi, prevalentemente società private, hanno accresciuto del 63% il loro ricorso al mercato (con un totale di \$40,5 miliardi), contribuendo per quasi il 25% al volume complessivo delle

I mercati obbligazionari internazionali per gruppi di mutuatari

Aree o paesi mutuatari	Anni	Totale	di cui:					ECU	altre valute
			dollari USA	franchi svizzeri	yen	marchi tedeschi			
			in miliardi di dollari USA						
Stati Uniti	1982	15,3	12,8	1,5	0,2	0,6	—	0,2	
	1983	7,9	6,1	1,3	—	0,3	—	0,2	
	1984	24,9	21,4	1,2	0,7	0,7	0,1	0,8	
	1985	40,5	30,6	2,5	3,3	1,1	0,9	2,1	
	1986 I	12,5	7,9	1,7	1,9	0,2	0,3	0,5	
Giappone	1982	5,9	1,8	3,8	0,1	0,2	—	—	
	1983	11,3	4,0	6,5	—	0,6	0,1	0,1	
	1984	15,8	9,1	5,7	0,1	0,5	0,1	0,3	
	1985	20,0	11,2	5,7	0,9	0,8	0,6	0,8	
	1986 I	5,8	3,1	1,7	0,7	0,3	—	—	
Altri paesi industriali	1982	35,8	22,2	4,4	2,2	2,6	0,7	3,7	
	1983	36,1	21,0	4,3	2,0	3,3	0,9	4,6	
	1984	51,1	32,6	4,3	2,4	3,3	1,5	7,0	
	1985	76,4	44,0	4,8	4,3	6,1	4,4	12,8	
	1986 I	29,5	14,2	2,2	3,3	2,6	0,9	6,3	
Paesi in via di sviluppo (compresi i paesi OPEC)	1982	3,1	2,2	0,3	0,3	0,2	—	0,1	
	1983	1,9	1,3	0,1	0,3	—	—	0,2	
	1984	2,8	1,6	0,2	0,7	—	—	0,3	
	1985	6,2	4,0	0,1	1,2	0,7	—	0,2	
	1986 I	1,5	0,6	—	0,8	0,1	—	—	
Altri paesi (compresa l'Europa orientale)	1982	0,2	0,2	—	—	—	—	—	
	1983	0,2	0,1	0,1	—	—	—	—	
	1984	0,3	0,2	—	0,1	—	—	—	
	1985	1,9	1,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
	1986 I	0,5	0,4	0,1	—	—	—	—	
Istituzioni internazionali	1982	11,4	4,9	1,6	1,1	1,9	0,2	1,7	
	1983	14,7	6,6	1,7	1,7	2,1	0,7	1,9	
	1984	13,2	3,5	1,8	1,9	2,3	1,1	2,6	
	1985	18,6	7,4	1,9	2,6	2,5	1,2	3,0	
	1986 I	6,0	2,0	0,7	1,0	1,1	0,5	0,7	
Totale	1982	71,7	44,1	11,6	3,9	5,5	0,9	5,7	
	1983	72,1	39,1	14,0	4,0	6,3	1,7	7,0	
	1984	108,1	68,4	13,2	5,9	6,8	2,8	11,0	
	1985	163,6	98,6	15,1	12,4	11,3	7,2	19,0	
	1986 I	55,8	28,2	6,4	7,7	4,3	1,7	7,5	

Fonte: Banca d'Inghilterra.

emissioni. Gli operatori giapponesi, il secondo maggior gruppo di mutuatari, hanno raccolto \$20 miliardi, con un aumento del 27% rispetto al 1984. Uno dei più elevati tassi di aumento è stato quello registrato dagli emittenti del Regno Unito che hanno più che triplicato il loro ricorso al mercato, da \$4,5 a 14,6 miliardi. Di questo importo \$8 miliardi rappresentano fondi raccolti dalle banche sotto forma di FRNs. Ulteriori \$2,5 miliardi sono stati ottenuti attraverso un'emissione singola – la più ampia transazione di questo tipo avutasi finora – da parte del governo britannico, destinata a rafforzare la posizione di riserva internazionale del paese. Tra gli altri paesi industriali i principali mutuatari sono stati Francia (\$11,9 miliardi), Canada (\$8,7 miliardi), Svezia (\$5,9 miliardi), Australia (\$5,7 miliardi) e Italia (\$5,5 miliardi). I PVS, compresi i membri dell'OPEC, hanno più che raddoppiato la loro attività di emissione (\$6,2 miliardi), ma la loro quota è rimasta ben al disotto del 5%. Tuttavia questi paesi hanno parzialmente beneficiato dei fondi raccolti da istituzioni internazionali, aumentati del 41% nel 1985, per un totale di \$18,6 miliardi.

Il primo trimestre del 1986 è stato caratterizzato da diversi importanti sviluppi. Anzitutto, le emissioni a tasso fisso sono balzate al livello record di \$47,5 miliardi, a seguito del forte calo dei tassi di interesse, specie nel segmento delle obbligazioni denominate in dollari USA. In secondo luogo, le nuove emissioni di FRNs sono scese a \$8,3 miliardi, con una diminuzione del 41% rispetto alla media trimestrale del 1985. Questo rallentamento può essere attribuito a svariati fattori. Numerosi emittenti – ed in particolare i mutuatari sovrani – hanno trovato più agevole raccogliere fondi nel settore a tasso fisso e negoziare *swaps* a costi inferiori al LIBOR. Le aspettative di un andamento decrescente dei tassi a lungo termine hanno stimolato la domanda di obbligazioni a tasso fisso da parte degli investitori. Le istituzioni finanziarie, che nel 1985 avevano emesso un elevato ammontare di FRNs per rafforzare la loro struttura di bilancio, sono state per lo più assenti dal mercato. Infine, la curva dei rendimenti si è mantenuta piatta, annullando l'incentivo a detenere FRNs finanziate con fondi a breve. La terza caratteristica saliente di questo trimestre è stata una netta ripresa dell'attività sul mercato dei prestiti consorziali, passata dai \$3,3 miliardi dell'ultimo trimestre 1985 a \$6,7 miliardi.

La situazione debitoria internazionale e l'iniziativa Baker

Il 1985 ha presentato sviluppi piuttosto contrastanti dal punto di vista della situazione debitoria internazionale. Dopo i progressi compiuti nel 1984, l'orizzonte finanziario è tornato ad oscurarsi a causa, principalmente, del nuovo deterioramento della bilancia commerciale dei paesi debitori in posizione più critica. In seguito al rallentamento della crescita economica negli Stati Uniti, l'espansione delle esportazioni dei PVS, che nel 1984 si era sensibilmente accelerata, ha subito un arresto, mentre i prezzi all'esportazione hanno ripreso a calare. La conseguente diminuzione dei proventi delle esportazioni ha costretto i paesi debitori ad attuare ulteriori tagli delle importazioni. L'impatto negativo sulle singole economie è stato in molti casi amplificato dal perdurare degli effetti depressivi esercitati dalla precedente azione di aggiustamento, che aveva per lo più assunto la forma di una restrizione della domanda aggregata, senza adeguati interventi di potenziamento dell'offerta e di riforma strutturale.

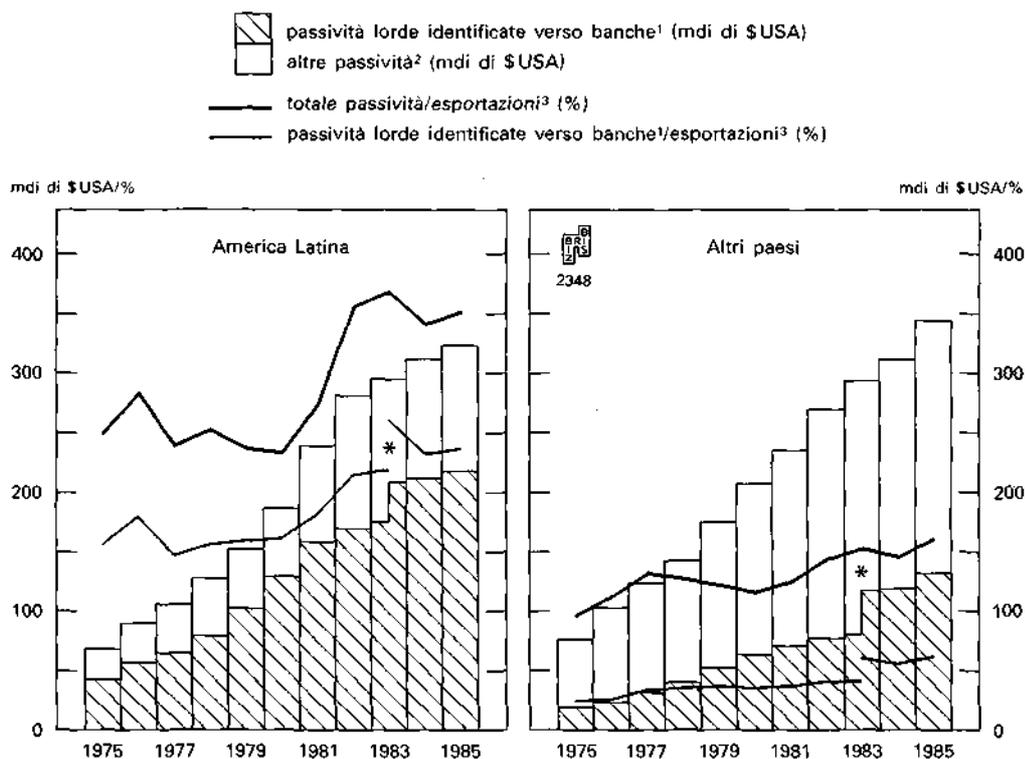
In tale sfavorevole contesto di decrescenti introiti delle esportazioni e di perduranti problemi economici interni, non sorprende che non vi sia stato alcun segno di ripresa del credito bancario "spontaneo" ai paesi debitori. Al contrario, nonostante un cospicuo volume di nuovi schemi di finanziamento concertati sotto l'egida ufficiale, lo scorso anno i flussi di credito bancario a molti paesi debitori si sono pressoché arrestati o addirittura invertiti.

Fortunatamente lo scorso anno non tutti gli sviluppi sono stati negativi. I tassi di interesse, in particolare quelli sul dollaro, hanno continuato a calare e sono stati mediamente inferiori di 2,5 punti percentuali rispetto al 1984, con una tendenza al ribasso che è proseguita nel 1986. Nello stesso tempo, per i paesi il cui indebitamento è prevalentemente denominato in dollari, ma le cui esportazioni sono dirette in ampia misura a paesi non legati all'area del dollaro, il deprezzamento della moneta americana sui mercati dei cambi ha comportato una riduzione in termini reali della dimensione del loro indebitamento esterno. Per giunta, poiché le monete dei PVS sono per lo più ancorate al dollaro USA, il deprezzamento di questa moneta ha concorso a ristabilire rapporti di cambio più realistici con le monete di altri paesi industriali. Infine, nonostante il crescente senso di frustrazione e le pressioni politiche presenti all'interno dei paesi pesantemente indebitati, è proseguita nella maggior parte dei casi la costruttiva collaborazione con le banche creditrici e le istituzioni internazionali. Tranne alcune eccezioni, i paesi debitori hanno fatto fronte agli impegni di pagamento in conto interessi, e più di recente alcuni di essi hanno adottato programmi di aggiustamento strutturale. Nel quadro delle operazioni di rinegoziazione del debito, nella maggior parte dei casi, le banche sono state disposte ad applicare *spreads* meno onerosi, rafforzando così l'effetto del ribasso dei tassi di interesse.

Un aspetto di rilievo è la pronunciata differenza nelle situazioni dei singoli paesi. In America Latina, ad esempio, la crescita economica – e con essa l'inflazione – si è fortemente accelerata in Brasile, mentre nella maggior parte degli altri paesi essa è rallentata nettamente o ha continuato a ristagnare. Inoltre, questa disparità negli andamenti economici è stata accentuata dal recente crollo dei prezzi del petrolio e dal suo impatto differenziato sui singoli paesi debitori.

Dati gli stretti legami economici con gli Stati Uniti, lo scorso anno i paesi dell'America Latina hanno risentito particolarmente degli effetti del rallentamento economico in quel paese. Le loro esportazioni di beni e servizi, che nel 1984 erano aumentate del 14% in termini di dollari, sono rimaste pressoché stagnanti lo scorso anno. In pari tempo, si sono ulteriormente ridotte le loro possibilità di ricorso al finanziamento esterno. Questi paesi hanno reagito con tagli alle importazioni e rinunciando ad accrescere ulteriormente – o decurtando – le riserve sull'estero. Anche se in termini di dollari correnti la crescita del loro indebitamento esterno è rallentata, da \$17 miliardi nel 1984 a \$12 miliardi, la debole dinamica delle esportazioni ha fatto sì che, dopo un calo sostanziale nel 1984, il rapporto debito/esportazioni sia nuovamente salito ad oltre il 350%. Per giunta, non vi è stato alcun ulteriore miglioramento nel rapporto tra gli esborsi per interessi e le esportazioni, nonostante il più basso livello dei tassi di interesse. In pari tempo, nella maggior parte dei paesi di quest'area gli investimenti e la crescita economica – sui quali ha influito negativamente l'esigenza di ridurre la spesa pubblica e di economizzare riserve valutarie – hanno continuato a ristagnare, mentre si è ulteriormente

Evoluzione dell'indebitamento internazionale dei PVS non OPEC; 1975-1985



* 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 basate su dati del FMI. ³ Esportazioni di beni e servizi.

accresciuta la disoccupazione e il reddito pro capite è rimasto invariato o è addirittura diminuito.

Lo scorso anno il Messico ha registrato un deterioramento particolarmente pronunciato nei pagamenti con l'estero. L'eccedenza di parte corrente, ammontata a \$4 miliardi nel 1984, è praticamente scomparsa, in quanto all'impatto negativo dell'indebolimento del mercato del petrolio - peraltro non ancora pienamente rispecchiato nei dati dell'interscambio per il 1985 - si è aggiunta una forte espansione della domanda interna. In Brasile, il peggioramento è stato più modesto. Grazie ad una politica realistica del tasso di cambio, la bilancia delle partite correnti è passata da una posizione pressoché di equilibrio nel 1984 ad un disavanzo di \$0,7 miliardi, nonostante il ritorno a forti ritmi di crescita economica. Data l'assenza di grossi squilibri strutturali, il vasto programma di riforme economiche antinflazionistiche, adottato nel marzo 1986, prevede un abbattimento dell'inflazione da circa il 250% a meno del 10% entro quest'anno. In presenza di un più basso livello dei prezzi del petrolio e dei tassi di interesse, una ripresa della crescita delle esportazioni - i cui proventi sono diminuiti di circa il 5% nel 1985 - contribuirebbe notevolmente alla soluzione dei problemi di bilancia dei pagamenti di questo paese.

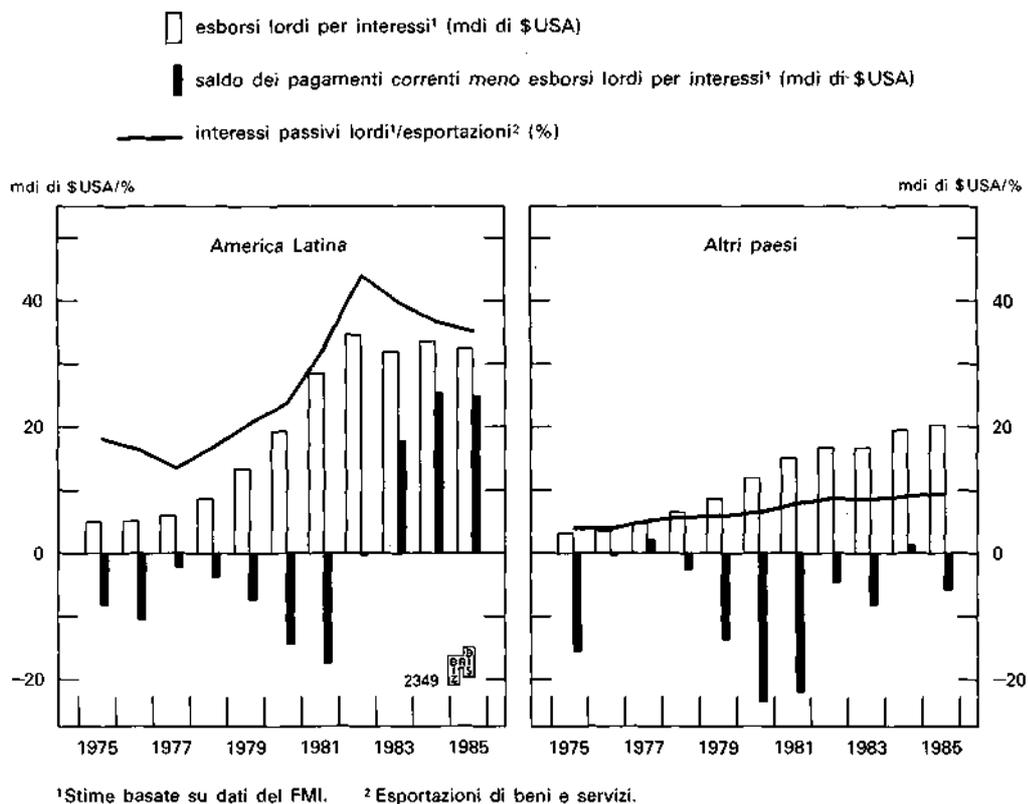
In Argentina, le misure di austerità introdotte nel giugno dello scorso anno hanno consentito di ridurre da \$2,5 a 2 miliardi il disavanzo delle partite correnti e di rallentare l'inflazione da un tasso mensile del 30% a poco più del 3% alla fine del 1985, anche se a prezzo di un calo dell'attività economica: il prodotto interno è di fatto diminuito di circa il 4% e il PNL pro capite a prezzi costanti si è ridotto di oltre il 15% rispetto al suo livello agli inizi del decennio. Nondimeno, solo perseverando nell'attuale indirizzo di politica economica questo paese può sperare di conseguire un duraturo miglioramento degli andamenti economici.

Il ristagno delle esportazioni e la perdita di affidabilità, insieme al perdurare di pesanti oneri per il servizio del debito, hanno fatto sì che la posizione finanziaria esterna della maggior parte dei paesi debitori sia rimasta assai difficile. Come indicato alla pagina 103, escludendo gli effetti di valutazione, lo scorso anno l'espansione delle attività lorde delle banche commerciali verso l'America Latina si è pressoché arrestata, nonostante un cospicuo volume di nuovi crediti erogati nel quadro degli schemi di ristrutturazione concertati sotto l'egida ufficiale. Anche il nuovo credito netto accordato dal FMI ai paesi dell'America Latina è calato da \$3,9 miliardi nel 1984 a \$1,5 miliardi, non solo in seguito al compimento dei programmi esistenti, ma anche in conseguenza della sospensione di erogazioni a causa del mancato conseguimento di obiettivi economici concordati o di un vero e proprio rifiuto di accettare la condizionalità del Fondo. Nello stesso tempo, ai paesi debitori in situazione critica è rimasto praticamente precluso l'accesso diretto ai mercati internazionali dei capitali e, a causa della loro precaria situazione economica interna, il flusso degli investimenti diretti non ha mostrato segni di ripresa. Per converso, i depositi dei paesi dell'America Latina presso le banche dichiaranti, che nel 1984 erano aumentati di \$10 miliardi, si sono ridotti di \$1 miliardo lo scorso anno, ma questo andamento ha principalmente rispecchiato il fatto che questi paesi non sono stati in grado di incrementare ulteriormente le loro riserve ufficiali.

Al di fuori dell'America Latina, la situazione finanziaria ha continuato ad essere assai difficile in un ampio gruppo di paesi minori a basso livello di reddito, e in particolare in quelli africani della fascia sub-sahariana, che praticamente non hanno più avuto accesso al mercato internazionale dei capitali. A causa della loro scarsa solvibilità, questi paesi non erano stati in grado di ottenere fondi dal settore bancario internazionale neppure nei periodi di maggior euforia dell'attività creditizia internazionale, e gran parte della loro ingente posizione debitoria esterna è nei confronti di prestatori ufficiali. Data la sfavorevole dinamica degli scambi mondiali, lo scorso anno anche questi paesi non sono stati in grado di migliorare la propria posizione di bilancia dei pagamenti e, secondo i dati pubblicati dal FMI, si sono notevolmente deteriorate le quote sia del debito in essere, sia degli esborsi per interessi sull'ammontare delle esportazioni, passando rispettivamente dal 345 al 383% e dal 9,3 al 12,5%. Inoltre, un certo numero di questi paesi è in arretrato con i rimborsi del debito al FMI ed alcuni di essi sono esclusi dalle nuove erogazioni a causa del mancato pagamento di questi arretrati. E' tuttavia chiaro che nel caso di questi paesi la soluzione del problema debitorio va ricercata al di fuori dei mercati finanziari privati.

La situazione si presenta alquanto diversa nel caso dei PVS dell'Asia orientale. Anche le esportazioni di questi paesi hanno fortemente risentito del rallentamento della crescita economica statunitense; tuttavia, grazie al più basso livello di

Fattori determinanti il fabbisogno di finanziamento dei PVS non OPEC; 1975-1985



indebitamento e/o al maggior dinamismo delle loro economie, la più parte di essi ha continuato ad avere accesso al credito bancario internazionale a condizioni relativamente favorevoli. Nondimeno, se si esclude la Cina, che peraltro detiene tuttora una posizione creditoria netta nei confronti del settore bancario internazionale, questi paesi si sono avvalsi solo in misura contenuta delle loro potenzialità in quanto mutuatari, e gli indici di indebitamento, anche nei casi in cui vi è stato un certo aumento, sono rimasti ben al disotto di quelli dei paesi dell'America Latina.

Tornando a considerare questi ultimi, in assenza di flussi spontanei di capitali, la possibilità di evitare un vero e proprio stato di insolvenza ha continuato a dipendere dalla ristrutturazione dei debiti in scadenza. Benché per quasi tutti i paesi sia stato possibile giungere ad una sorta di accordo temporaneo, l'elaborazione di schemi di ristrutturazione pluriennali, che consentissero di ristabilire relazioni finanziarie più normali, è risultato essere un processo difficile e lungo. Nondimeno, nella primavera del 1986, a conclusione di trattative protrattesi per molti mesi, cinque importanti paesi latino-americani - Argentina, Cile, Ecuador, Messico e Venezuela - hanno sottoscritto accordi definitivi di ristrutturazione pluriennale con le banche creditrici. Un certo numero di altri paesi latino-americani è attivamente impegnato in negoziati, e accordi provvisori con i comitati di rappresentanza delle banche sono stati conclusi, ad esempio, nel caso del Brasile e dell'Uruguay. Nell'insieme, agli inizi della primavera del 1986, le operazioni di rinegoziazione del

debito dell'America Latina coprivano un ammontare di circa \$ 90 miliardi, pari al 40% circa dell'indebitamento bancario complessivo di quest'area. In quasi tutti i casi gli schemi prevedono sensibili riduzioni dei margini applicati dalle banche, anche se i termini per il rimborso ed i periodi di comporto differiscono sensibilmente da paese a paese. Due paesi latino-americani, la Colombia e il Paraguay, hanno continuato ad effettuare il servizio del debito conformemente alle condizioni contrattuali originarie, mentre all'estremo opposto la Bolivia e il Perù hanno sospeso o ridotto unilateralmente i pagamenti per il servizio del debito. Al di fuori dell'America Latina, nuovi accordi pluriennali di ristrutturazione sono stati conclusi, ad esempio, con la Jugoslavia e le Filippine, e con la Nigeria sono attualmente in corso negoziati. In Polonia, il primo paese ad aver stipulato un tale accordo di ristrutturazione pluriennale con le banche, le rinegoziazioni *ad hoc* di prestiti in scadenza, in parte nel quadro degli schemi concordati in precedenza, costituiscono una prassi ricorrente.

Sebbene nel periodo in esame non vi sia stata una riduzione dell'esposizione complessiva verso i paesi in posizione critica né un apprezzabile miglioramento della qualità del portafoglio-prestiti, la maggior parte delle banche creditrici ha continuato a rafforzare le proprie strutture di bilancio. Esse hanno ulteriormente accresciuto gli accantonamenti a fronte dei rischi di insolvenza, aumentando in pari tempo la loro base di capitale. Per le banche situate al di fuori dell'area del dollaro ciò è stato assecondato dal deprezzamento del dollaro sui mercati dei cambi, che ha fortemente ridotto il valore in termini di moneta nazionale delle loro posizioni internazionali in dollari. D'altra parte, taluni problemi sul fronte interno, in particolare nei settori energetico, immobiliare ed agricolo, hanno talvolta accresciuto la vulnerabilità delle banche sui rispettivi mercati nazionali (cfr. Capitolo IV). Nello stesso tempo, la serrata concorrenza sui mercati mobiliari internazionali, la scarsa domanda di credito da parte di mutuatari di prim'ordine e la minaccia di disintermediazione hanno agito nel senso di comprimere i margini di utile delle banche nelle loro operazioni internazionali.

Il perdurare di una situazione economica interna critica — nella maggior parte dei paesi dell'America Latina il PNL pro capite è tuttora nettamente inferiore ai livelli raggiunti all'inizio del decennio — il contesto economico internazionale più sfavorevole e le tendenze protezionistiche nei paesi industriali hanno provocato un certo irrigidimento nelle posizioni dei paesi debitori. Nella riunione del dicembre 1985 in Uruguay, il cosiddetto Gruppo di Cartagena, costituito da undici paesi debitori latino-americani, ha avanzato alla comunità finanziaria internazionale la richiesta di riduzione degli oneri per interessi, di mantenimento delle esistenti linee di credito e di ulteriori erogazioni di fondi. Esso ha inoltre dato la sua approvazione anticipata all'eventuale decisione da parte di singoli paesi di adottare provvedimenti unilaterali per ridurre l'onere del servizio del debito. Finora nessun altro paese dell'America Latina ha fatto ricorso ad una siffatta azione. Nondimeno, non vi possono essere dubbi sull'impatto psicologico deleterio esercitato in questi paesi dal regime protratto di austerità imposto ai governi democratici di recente elezione dai vincoli del servizio del debito estero, senza che vi siano molte prospettive di miglioramento in un prossimo futuro.

Il riconoscimento che parecchi anni di restrizioni e privazioni non erano riusciti ad alleviare il peso del debito esterno e che era quindi necessaria una nuova

strategia per affrontare il problema dell'indebitamento internazionale ha costituito una delle principali ragioni alla base della nuova iniziativa presentata dal Segretario al Tesoro statunitense nell'ottobre 1985, in occasione dell'Assemblea annuale delle istituzioni di Bretton Woods a Seul, e definita dal suo promotore come "piano per una crescita duratura".

Come sta ad indicare la denominazione, la caratteristica saliente di tale nuova strategia è l'enfasi posta sulla ripresa di una sana crescita economica nei paesi debitori, come condizione necessaria per una soluzione di lungo periodo del problema debitorio internazionale. Anziché su aggiustamenti a breve termine delle bilance dei pagamenti, quale che ne sia il costo in termini di attività economica, il nuovo approccio punta su riforme strutturali che consentano ai paesi debitori di intraprendere un sentiero di crescita economica più sostenuta, riducendo così gradualmente l'incidenza relativa del debito estero. Per poter soddisfare il più ampio fabbisogno di finanziamento esterno che siffatta strategia di lungo periodo comporta, l'iniziativa Baker prevede un aumento del 50% (equivalente a \$3 miliardi su base annua) dei nuovi prestiti erogati dalla Banca Mondiale e dalle sue istituzioni affiliate ai principali paesi debitori in difficoltà, e un totale di \$20 miliardi di nuovi crediti delle banche commerciali nell'arco dei prossimi tre anni.

L'accesso a queste nuove fonti di finanziamento sarà tuttavia rigorosamente condizionato all'adozione di programmi di aggiustamento strutturale orientati allo sviluppo, che dovranno essere elaborati dai paesi debitori in stretta collaborazione con il FMI e la Banca Mondiale. Per quanto concerne i punti salienti di questo aggiustamento strutturale, lo stesso Baker ha specificato tre aree: un maggior affidamento sul settore privato e minor ricorso alla spesa pubblica per migliorare la situazione in termini di occupazione, produzione ed efficienza; iniziative dal lato dell'offerta delle economie, sotto forma di ristrutturazioni del sistema tributario e del mercato del lavoro, nonché lo sviluppo dei mercati finanziari, al fine di mobilitare il risparmio interno e di incoraggiare un'efficiente allocazione di risorse negli investimenti; politiche di apertura dei mercati, ivi compresa la liberalizzazione degli scambi commerciali, per incoraggiare gli investimenti diretti e gli afflussi di capitale dall'estero.

Il FMI e la Banca Mondiale dovranno dare il loro pieno appoggio a questa nuova strategia di sviluppo, anche se si renderanno necessari taluni cambiamenti nella prassi e nelle procedure attuali. Ciò richiederà da un lato che vengano instaurati intensi rapporti di lavoro ed uno stretto coordinamento delle politiche tra le due istituzioni. Mentre al FMI continueranno a far capo la coordinazione della situazione debitoria internazionale complessiva e la vigilanza sull'attuazione di sane politiche economiche, la Banca Mondiale, per la sua stessa natura, dovrà svolgere un ruolo importante nell'elaborazione e nel finanziamento di strategie di sviluppo a più lungo termine. A tale riguardo, la Banca Mondiale e le sue istituzioni affiliate dovranno incrementare la quota dei finanziamenti di rapida erogazione destinati all'aggiustamento settoriale e strutturale e ad espandere le operazioni di cofinanziamento con le banche commerciali. La "International Finance Corporation" e la "Multilateral Investment Guarantee Agency", di recente istituzione, dovranno assistere i paesi in via di sviluppo nel promuovere l'afflusso sia di capitale che non comporti un aumento del debito, sia del *know-how* tecnico e manageriale ad esso inerente.

Le banche commerciali, a loro volta, sono invitate ad impegnare \$ 20 miliardi di nuovi fondi per finanziamenti ai paesi che abbiano elaborato tali programmi di aggiustamento orientati allo sviluppo. Questi nuovi crediti potrebbero essere impiegati sia per finanziamenti a breve sia per investimenti a più lungo termine.

L'approccio globale dell'iniziativa Baker ha generalmente incontrato una favorevole, se pure cauta, accoglienza. Anzitutto essa ha posto in evidenza il nuovo tipo di impegno da parte dell'attuale Amministrazione degli Stati Uniti nei confronti del problema debitorio internazionale. In secondo luogo, l'idea di fondo di una soluzione di più lungo periodo del problema, attraverso un rilancio delle economie dei paesi debitori che, nella maggior parte dei casi, non si sono ancora riprese dai gravi contraccolpi subiti in seguito alla crisi debitoria, costituisce certamente una concezione assai valida. Anche dal punto di vista delle banche commerciali, l'impegno all'erogazione di nuovi fondi non va visto come un'azione caritatevole, bensì può essere considerato come una sana politica di gestione, nella misura in cui il nuovo credito potrà servire a migliorare la qualità delle loro esposizioni in essere. Inoltre, per quanto concerne i paesi debitori, l'adozione di solide politiche economiche orientate allo sviluppo, un settore privato prospero, strutture dei prezzi realistiche — specie nell'ambito dei tassi di interesse e di cambio — e l'eliminazione di tutta una pletora di vincoli amministrativi arbitrari possono certamente far compiere grandi progressi verso la soluzione di uno dei più gravi problemi, quello cioè dei massicci deflussi, sia legali che illegali, di capitali privati.

Le critiche mosse all'iniziativa Baker non sono state rivolte pertanto alla sua concezione di base, ma hanno piuttosto riguardato aspetti quali la sua adeguatezza in termini quantitativi, la sua struttura e la sua simmetria.

Una critica, mossa in particolare dagli stessi paesi debitori, verte sul fatto che i nuovi fondi disponibili nel quadro del piano Baker ammonterebbero solo ad una piccola parte dei loro pagamenti in conto interessi. Il continuo drenaggio di risorse non permetterebbe quindi l'adozione di politiche orientate allo sviluppo, del tipo richiesto dal piano, dato che in molti casi queste politiche di lungo periodo inizierebbero a dare risultati solo dopo un considerevole lasso di tempo. Di conseguenza, la strategia Baker avrebbe delle probabilità di successo soltanto se fosse accompagnata da una riduzione diretta dell'onere per il servizio del debito. Secondo un'argomentazione connessa, un calo del 2% in termini di interesse equivarrebbe per i paesi debitori all'ammontare di nuovi fondi previsti dal piano Baker senza provocare un'ulteriore espansione del loro indebitamento. Anche se è vero che una simile riduzione dei tassi di interesse è stata nel frattempo indotta dalle forze di mercato, essa è stata più che controbilanciata, nel caso dei paesi esportatori di petrolio, da un ulteriore deterioramento delle loro ragioni di scambio. Da parte dei paesi debitori sono state inoltre avanzate riserve sulla questione dell'autonomia nazionale e dell'inadeguata considerazione dei vincoli di natura storica e politica, per quanto concerne in particolare il forzato ridimensionamento del settore pubblico e l'incoraggiamento degli investimenti diretti esteri.

Un'altra serie di critiche, provenienti non soltanto dai paesi debitori, concerne la mancanza di simmetria attribuita alla nuova strategia. Mentre essa richiede l'assunzione di nuovi impegni di vasta portata da parte sia dei potenziali paesi mutuatari sia delle banche creditrici, nessuna corrispondente iniziativa è richiesta ai governi dei paesi creditori. Ad esempio, è stato rilevato che nel piano non viene fatta

alcuna menzione di un aumento dei crediti commerciali ufficiali, di garanzie finanziarie o di aiuti bilaterali allo sviluppo. Né viene in qualche modo raccomandato che l'accresciuto impegno finanziario da parte del settore bancario riceva incoraggiamento dalle autorità nazionali sul piano della vigilanza e del trattamento fiscale. Inoltre, mentre la condizionalità posta ai paesi debitori implica una liberalizzazione degli scambi, ai paesi industriali non è richiesto alcun impegno nel senso di mantenere aperti i propri mercati alle esportazioni dei paesi in via di sviluppo e di abolire i sussidi all'esportazione per i prodotti in concorrenza con quelli dei PVS. E non è neppure previsto un impegno da parte dei paesi industriali a sostenere la crescita delle esportazioni dei paesi debitori mediante un'impostazione globale della politica economica e combinazioni delle politiche che rendano compatibili tassi elevati di crescita economica con livelli ragionevolmente bassi dei tassi di interesse.

A fronte di queste critiche si può affermare che tali intenti sul piano delle politiche sono stati ripetutamente dichiarati dai paesi industriali, ad esempio in occasione della riunione del Gruppo dei Cinque a New York nel settembre 1985 e agli inizi di maggio al vertice di Tokio dei sette maggiori paesi industriali, sebbene non si possa disconoscere che simili dichiarazioni di intenti possono essere difficilmente considerate come impegni vincolanti. Non vi è dubbio che senza una politica di apertura dei mercati e in mancanza di una sostenuta crescita economica nei paesi industriali e di un più basso livello dei tassi di interesse reali, la strategia Baker risulterebbe molto carente.

Finora nessun paese si è avvalso esplicitamente delle nuove facilitazioni finanziarie potenzialmente disponibili nel quadro del piano Baker, anche perché — dato l'irrigidimento delle posizioni tra i paesi debitori — nessuno di essi ha voluto essere il primo; tuttavia sono in corso negoziati con un certo numero di paesi, mentre la Banca Mondiale ha iniziato l'erogazione di finanziamenti per progetti strutturali del tipo raccomandato dall'iniziativa Baker.

Va aggiunto che, in linea con la strategia delineata dal piano Baker, un nuovo schema di finanziamento per l'aggiustamento strutturale denominato "Structural Adjustment Facility" (SAF) è stato istituito presso il FMI. Esso impiegherà l'ammontare di 2,7 miliardi di DSP, che si renderanno disponibili nel periodo 1985-1991 con il rimborso di fondi attinti al "Trust Fund", per erogare crediti ai paesi a basso livello di reddito che accusano problemi cronici di bilancia dei pagamenti. Al fine di non estromettere i paesi minori, la Cina e l'India hanno dichiarato che non intendono far uso di questa fonte di finanziamento. I paesi che faranno richiesta di assistenza nel quadro di questo schema di finanziamento dovranno presentare un programma a medio termine di risanamento economico e strutturale teso a risolvere le difficoltà di bilancia dei pagamenti e a promuovere la crescita economica. Questo schema di politica economica verrà elaborato d'intesa con gli esperti del FMI e della Banca Mondiale.

VI. LA POLITICA MONETARIA: OBIETTIVI INTERMEDI E PROCEDURE OPERATIVE

Aspetti salienti

Per alcuni anni le politiche monetarie nei paesi industriali hanno dato priorità alla lotta contro l'inflazione. Nei paesi maggiori queste politiche si sono basate principalmente sul controllo degli aggregati monetari. Lo scorso anno, con l'approssimarsi del traguardo della stabilità dei prezzi, ha ricevuto maggiore considerazione l'obiettivo di promuovere una ripresa economica non inflazionistica. Con l'aggravarsi dei problemi relativi all'interpretazione degli aggregati monetari, la politica monetaria in alcuni paesi ha assunto un'impostazione più discrezionale.

Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove gli andamenti delle grandezze monetarie sono stati distorti da fattori straordinari, le autorità hanno riveduto opportunamente i propri obiettivi monetari e nel contempo hanno attribuito minore importanza a particolari aggregati. L'imprevisto comportamento della velocità di circolazione in rapporto al reddito mostrato da taluni aggregati monetari fondamentali di riflesso al calo dei tassi di interesse, all'innovazione finanziaria ed al perdurare del processo di disinflazione, ha fatto sì che la politica monetaria in questi due paesi, così come in alcuni altri, fosse maggiormente orientata in base all'andamento dell'economia, dei tassi di interesse e dei tassi di cambio.

D'altra parte, in Germania, Giappone, Svizzera e Francia le autorità sono essenzialmente riuscite a mantenere l'espansione monetaria in linea con gli obiettivi prefissati e non hanno avuto motivo di apportare cambiamenti sostanziali alle strategie basate sugli aggregati monetari. In molti paesi europei la politica monetaria continua ad essere incentrata sul mantenimento di stabili rapporti di cambio, in particolare rispetto ai paesi a basso tasso di inflazione.

Al tempo stesso, è divenuto sempre più evidente che gli effetti prodotti sull'economia dalle variazioni dei tassi di cambio possono essere di portata tale, anche nei paesi maggiori, da rendere indispensabile la loro considerazione da parte delle autorità nella formulazione e nell'attuazione della politica monetaria. In parte per tali ragioni, le banche centrali hanno dovuto trovare nuove vie per esercitare in forme più duttili la loro azione di guida dei tassi di interesse sui mercati dei capitali ed hanno adottato procedure flessibili per influenzare i tassi a breve.

Nel lungo periodo, la politica monetaria influisce principalmente sul livello generale di inflazione. Il perdere di vista questo rapporto causale potrebbe mettere a repentaglio i risultati faticosamente ottenuti nella lotta all'inflazione. Il pericolo è forse massimo allorché le prospettive immediate sul fronte dei prezzi sono favorevoli come al momento attuale in conseguenza di un calo dei prezzi dell'energia e, per la maggior parte dei paesi al di fuori degli Stati Uniti, dell'apprezzamento esterno della moneta. Nelle maggiori economie il controllo degli aggregati monetari appare ancora come la migliore salvaguardia contro una ripresa dell'inflazione interna. Gli obiettivi in termini di reddito nominale o di tassi di interesse chiaramente non potrebbero da soli assolvere tale compito.

Vi sono tuttavia diverse limitazioni a quanto può essere ottenuto con la politica monetaria. In alcuni paesi, per varie ragioni, la politica fiscale non è più considerata un efficace strumento per la gestione della domanda aggregata nell'economia. Di conseguenza vi è il rischio che venga fatto eccessivo affidamento sulla politica monetaria, particolarmente nel perseguire obiettivi a breve termine. La politica monetaria esplica la sua massima utilità quando è focalizzata sul lungo periodo, ossia sulla creazione di un clima monetario di stabilità come base per la crescita economica.

L'evoluzione delle politiche di controllo monetario

Gli aggregati monetari: obiettivi ed andamenti. All'inizio dello scorso anno nella maggior parte dei principali paesi industriali la politica monetaria era ancora imperniata sull'osservanza di valori prefissati per la crescita di determinati aggregati monetari. Nel 1985 in Germania e Francia gli obiettivi pubblicati di espansione monetaria sono stati abbassati in un contesto di tassi di inflazione calanti. Anche nel Regno Unito sono stati ridotti i valori di obiettivo in linea con la strategia ufficiale a medio termine. Negli Stati Uniti è stato inizialmente diminuito il limite superiore

Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di espansione

Paesi	Aggregato monetario o creditizio ¹	Obiettivo ² per il			Espansione monetaria o creditizia					
		1984 ³	1985 ³	1986 ³	Periodo considerato ⁴		Variazioni su quattro trimestri basate su medie trimestrali			
					1984	1985	primo trimestre			
in percentuale ⁵										
Stati Uniti	M ₁	4-8	3-8	3-8	5,4	13,2	9,1	6,5	11,3	
	M ₂	6-9	6-9	6-9	8,0	8,6	8,7	9,2	6,7	
	M ₃	6-9	6-9½	6-9	10,4	7,7	9,5	10,6	6,9	
	TDND	8-11	9-12	8-11	14,3	13,9	12,2	14,4	14,7	
Giappone	M ₂ +CD	8	8	8-9	7,9	9,0	7,9	7,9	9,0	
Germania	MBC	4-6	3-5	3½-5½	4,6	4,5	5,4	4,9	5,1	
Francia	M ₂ R	5½-6½	4-6	-	7,6	6,9	8,9	8,1	7,3 ⁶	
	M ₃	-	-	3-5	-	-	9,9	9,4	5,2	
Regno Unito	M0	4-8	3-7	2-6	5,6	2,4 ⁷	5,8	5,4	3,9	
	EM ₃	6-10	5-9	11-15	12,3	15,2 ⁷	10,2	10,0	15,1	
Italia	CSP	~	12	9 ⁸	17,6	11,5	15,5	16,1	9,1	
	M ₂	-	10	9	-	10,8	12,7	14,1	9,5	
Svizzera	MBCR	3	3	2	2,5	2,2	1,1	2,4	1,4	
Paesi Bassi	DM ₂	~	-	5½-6	-	~	6,5	5,7	9,6 ⁶	

¹ TDND = indebitamento complessivo dei settori interni non finanziari; MBC = moneta della banca centrale; M₂R = M₂ detenuta da residenti; M0 = base monetaria in senso ampio; CSP = credito al settore non statale; MBCR = moneta della banca centrale rettificata; DM₂ = creazione interna di M₂. ² Per il Giappone, unicamente proiezioni. ³ Periodi di obiettivo: quarto trimestre su quarto trimestre per Stati Uniti (eccetto M₁ nel 1985), Giappone (1984-85), Germania e Francia (1986); dicembre su dicembre per Italia e Paesi Bassi. Periodi basati sulle medie novembre-gennaio per Francia (1984-85) e - dal 1985 - variazioni nell'arco degli ultimi dodici mesi per il Regno Unito. Per la Svizzera medie annue. Per gli Stati Uniti il valore di obiettivo indicato per M₁ nel 1985 è quello fissato nel luglio 1985 per il periodo che va dal secondo al quarto trimestre (l'intervallo di obiettivo per il 1985 pubblicato in gennaio era del 4-7%). Nel Regno Unito l'obiettivo relativo a M₂ in sterline per il 1985 è stato sospeso in ottobre. Per il Giappone è riportata per il 1986 la proiezione secondo trimestre su secondo trimestre. In Francia e in Italia è stata modificata agli inizi del 1986 la definizione degli aggregati. ⁴ Calcolato sulla stessa base dell'obiettivo. ⁵ A tassi annui. ⁶ Quarto trimestre 1985. ⁷ Periodo di dodici mesi terminanti in dicembre. ⁸ Prima della correzione per gli andamenti anomali dell'ultima parte del 1985.

Fonti: dati e definizioni nazionali.

della fascia-obiettivo stabilita per M_1 ; l'intervallo di crescita fissato per M_2 è rimasto invariato, mentre è stata leggermente innalzata la soglia superiore di quello posto per M_3 . E' stata parimenti elevata la fascia stabilita indicativamente per il finanziamento complessivo dei settori interni, a seguito della forte crescita di questo aggregato nel 1984.

Lo scorso anno l'evoluzione delle grandezze monetarie in rapporto ai valori prefissati ha presentato marcate differenze da paese a paese. In Germania, Giappone e Svizzera l'espansione della moneta si è mantenuta strettamente in linea con gli obiettivi e le proiezioni ufficiali, benché le autorità si siano avvalse di certi elementi di flessibilità nelle procedure di formulazione degli obiettivi. In Germania, sotto l'influsso di un calo dei tassi di interesse durante l'estate, il tasso annuo di crescita della moneta della banca centrale (misurato dalla variazione del quarto trimestre sul quarto trimestre) si è situato nella parte superiore dell'intervallo di obiettivo, conformemente agli intenti della Bundesbank. In Svizzera, dove vi è stata parimenti una flessione dei tassi di interesse a breve, nel 1985 il tasso annuo medio di espansione della moneta della banca centrale rettificata è stato inferiore al valore di obiettivo pubblicato per l'anno. In Giappone il tasso di crescita di $M_2 + CD$, misurato nell'arco di quattro trimestri, si è portato al disopra della proiezione della Banca del Giappone alla fine del 1985, in parte poiché le aspettative di un'ascesa dei tassi di interesse hanno indotto le imprese ad accelerare l'assunzione di fondi a più lungo termine.

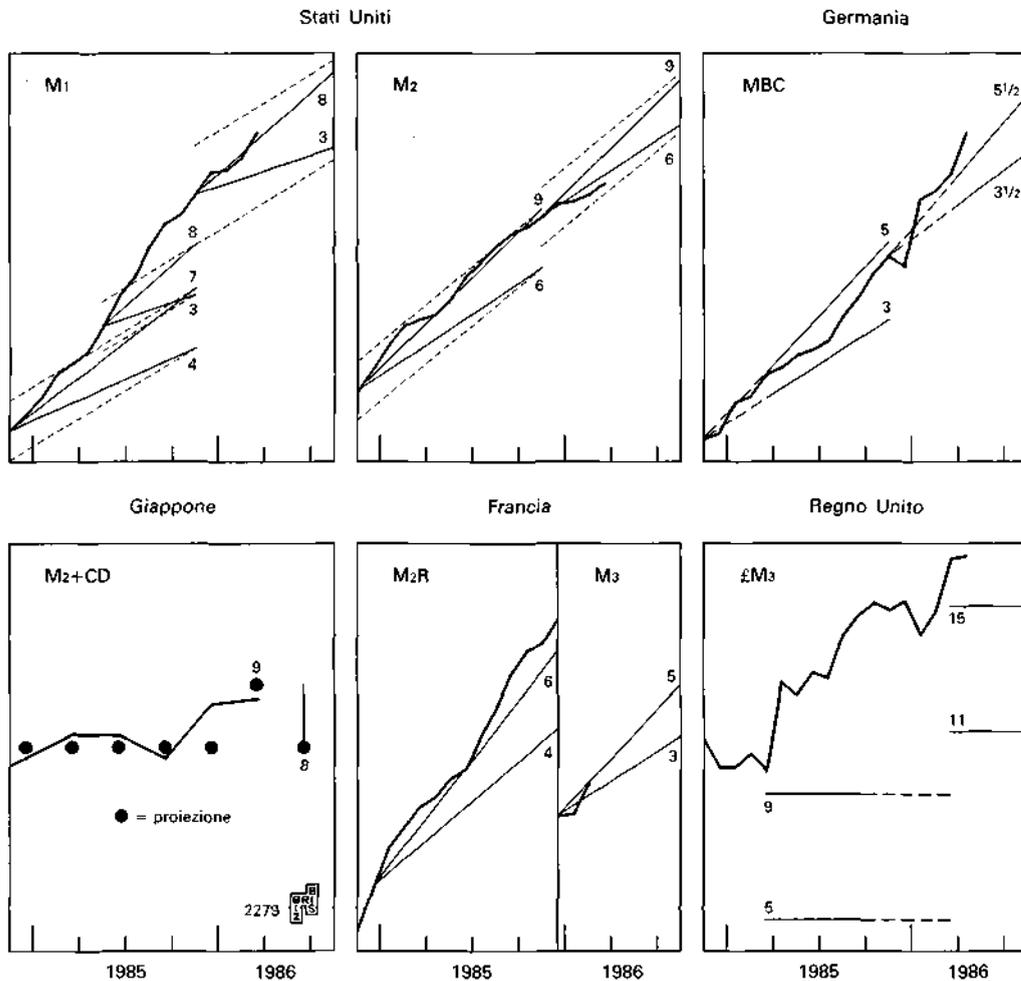
Negli Stati Uniti e nel Regno Unito lo scorso anno i tassi di espansione dei principali aggregati monetari hanno superato abbondantemente gli obiettivi ufficiali originari. La quantità di moneta per scopi transattivi espressa da M_1 — tradizionalmente considerata dalla Riserva federale come la più importante misura monetaria — è cresciuta ad un tasso annuo di quasi l'11% fra il quarto trimestre 1984 ed il secondo trimestre 1985. In luglio, dopo aver soppesato vari fattori, fra cui un inatteso calo della velocità di circolazione, l'impatto dell'apprezzamento del dollaro sulle prospettive a breve dell'inflazione ed il rischio di un possibile rallentamento congiunturale, la Riserva federale decideva di traslare la base di riferimento per la crescita di M_1 e di ampliarne la fascia-obiettivo. In presenza di chiare indicazioni di una minore importanza attribuita dalle autorità monetarie americane all'andamento di M_1 a favore della manovra dei tassi sui *federal funds*, il suddetto aggregato ha continuato ad espandersi rapidamente sin verso la fine dell'anno, muovendosi ben al disopra del limite superiore del nuovo intervallo, mentre l'incremento annuo di M_2 e M_3 si manteneva entro le fasce prefissate. Si può rilevare che, sotto la spinta di un ampio ricorso al credito da parte della pubblica amministrazione e di altri fattori straordinari, fra i quali l'assorbimento di fondi in connessione a fusioni societarie, l'espansione dell'indebitamento totale dei settori interni non finanziari ha nuovamente oltrepassato la soglia superiore del campo di variazione stabilito indicativamente per tale aggregato.

Nel Regno Unito la crescita dell'aggregato M_1 in sterline, finora considerato dalle autorità come il principale indicatore della moneta in senso ampio, si è accelerata nella primavera del 1985, rimanendo successivamente (misurata su periodi di dodici mesi) ben al disopra del valore superiore della fascia-obiettivo. Il controllo di questo aggregato, che rispecchia l'andamento delle principali attività e passività sull'interno delle banche, per un certo tempo era dipeso non tanto dalla politica dei

tassi di interesse, quanto piuttosto dalla pratica nota come *overfunding*, consistente nel controbilanciare l'impatto su M_3 di una rapida espansione del credito bancario al settore privato mediante vendite nette ufficiali di titoli del Tesoro in eccesso rispetto al fabbisogno dello Stato. Tale pratica era stata abbandonata allorché, in ottobre, è stata decisa la sospensione dell'obiettivo per M_3 . La fascia prefissata per M_0 (composto essenzialmente dal circolante) è rimasta in vigore, e le autorità hanno continuato ad impiegare come grandezza di riferimento per la politica monetaria un aggregato ampio della liquidità, per il quale non erano stati pubblicati alcuni valori di obiettivo. Vi è stata comunque l'intenzione di basare maggiormente la politica monetaria su altri indicatori finanziari ed economici, in particolare il tasso di cambio.

In Francia e in Italia l'evoluzione degli aggregati monetari va considerata nel contesto dell'impiego fatto dei controlli amministrativi e dell'importanza attribuita

Aggregati monetari: obiettivi ed andamenti; 1985-86*



* Per Stati Uniti, Germania e Francia: consistenze (diagramma semilogaritmico); per Giappone e Regno Unito: variazioni percentuali rispettivamente su quattro trimestri e su dodici mesi, calcolate sui dati di fine mese. Per la definizione degli aggregati e degli obiettivi si veda la tabella a pagina 126.

alla stabilizzazione del tasso di cambio nell'ambito dello SME, la quale in certa misura è prioritaria rispetto alla politica dei tassi di interesse. In Francia, dopo la forte accelerazione nell'ultima parte del 1984, lo scorso anno la crescita di M_2R ha subito un rallentamento per effetto della riduzione, decisa nel luglio 1985, del limite ufficiale prefissato per il credito del sistema bancario basato su risorse monetarie. Sono stati inoltre inaspriti i controlli valutari al fine di frenare l'afflusso di fondi dall'estero. I coefficienti di riserva obbligatoria a fronte dei depositi sono stati elevati in più riprese, negli ultimi mesi del 1985 ed agli inizi del 1986, in parte con l'intento di smorzare l'impatto sul costo del credito bancario dei cali dei tassi di interesse sul mercato monetario. In Italia vi è stato verso la fine del 1985 un forte rallentamento della crescita di M_2 nel contesto di deflussi di fondi associati a speculazioni contro la lira, mentre in novembre e dicembre gli impieghi in lire delle aziende di credito si sono accresciuti ad un tasso annuo rettificato del 40% circa. Nel gennaio di quest'anno è stato temporaneamente inasprito il regime di controllo valutario, sono stati innalzati i tassi di interesse a breve ed è stato reintrodotta un massimale all'espansione degli impieghi bancari per il primo semestre dell'anno in corso.

Gli obiettivi rettificati di espansione monetaria pubblicati alla fine del 1985 o nei primi mesi di quest'anno rispecchiano in parte gli sviluppi intervenuti nei vari paesi durante il 1985. In Germania il valore di obiettivo per l'espansione della moneta della banca centrale è stato leggermente innalzato nella prospettiva di un'accelerazione nella crescita del potenziale produttivo dell'economia. In Giappone è stato previsto che l'incremento di $M_2 + CD$ proceda al ritmo leggermente più rapido registrato nell'ultima parte del 1985, sotto l'influsso, fra l'altro, del calo dei rendimenti obbligazionari in relazione ai tassi di interesse regolamentati sui depositi. In Svizzera il nuovo obiettivo di crescita della moneta della banca centrale è stato fissato al 2%, valore considerato compatibile dalla Banca Nazionale con il controllo dell'inflazione nel medio periodo.

Negli Stati Uniti è stato confermato il valore centrale della fascia-obiettivo provvisoria per la crescita di M_1 nel 1986 annunciata nel luglio dello scorso anno, in linea con la convinzione che sarebbe stato improbabile un ripetersi dell'eccezionale rallentamento della velocità di tale aggregato avutosi nel 1985. Dato tuttavia il permanere dell'incertezza, è stato leggermente allargato l'intervallo di obiettivo; al tempo stesso i movimenti di M_1 avrebbero dovuto essere interpretati più alla luce dell'andamento degli altri aggregati. I valori prefissati per M_2 e M_3 sono rimasti per lo più invariati ma, nel caso di M_2 e dell'indebitamento complessivo dei settori interni, l'evoluzione fatta registrare in precedenza ha comportato una base di riferimento relativamente alta nel calcolo degli obiettivi di crescita per il 1986. Nel Regno Unito la strategia a medio termine annunciata nel marzo 1986 prevedeva fra l'altro un abbassamento dell'intervallo di obiettivo per M_0 ed una fascia più elevata e più ampia (11-15%) per la crescita di M_3 in sterline, in considerazione del forte calo mostrato negli ultimi anni dalla velocità di circolazione di questo aggregato. Si è affermato che le autorità avrebbero mirato al mantenimento di condizioni monetarie tali da determinare un graduale rallentamento della crescita nominale del PIL in un arco di medio periodo.

In Francia i cambiamenti normativi, come l'autorizzazione di nuovi strumenti finanziari, hanno dato avvio ad un'accelerazione del ritmo di innovazione finanziaria. Di conseguenza, l'obiettivo monetario per il 1986 si applica ad un

aggregato di nuova definizione - M_3 - che comprende in particolare le passività delle casse di risparmio oltre che quelle delle banche. Nei prossimi anni verrà osservata, ed eventualmente prefissata in termini di obiettivo, l'evoluzione di due aggregati concettualmente nuovi: M_2 (una misura dei saldi detenuti a fini transattivi) e L (liquidità in senso lato). Anche in Italia vi è stata una ridefinizione degli aggregati monetari: il nuovo aggregato M_2A è costituito da M_1 più i depositi a risparmio, mentre esclude i certificati di deposito, che rientrano invece nella definizione di M_2 . Quest'ultimo aggregato continua ad essere considerato come la principale misura della quantità di moneta, anche se l'obiettivo intermedio primario della politica monetaria è sostituito dal credito al settore non statale.

Nei Paesi Bassi la stabilità monetaria interna continua ad essere sostenuta da un obiettivo implicito in termini di tasso di cambio. Negli ultimi anni si è tuttavia accresciuto il timore da parte delle autorità che il ritmo di espansione monetaria, superiore alla crescita del reddito nominale, potesse finire per minacciare la stabilità dei prezzi interni. Nel febbraio 1986 le banche sono state invitate a rispettare un limite di crescita del 5,5-6% per i crediti al settore privato ed i prestiti a lungo termine al settore pubblico eccedenti l'espansione delle risorse a lungo termine delle banche medesime. In combinazione con l'impegno del governo di astenersi dal ricorso al finanziamento monetario, la direttrice stabilita per l'espansione del credito bancario mira a ridurre la componente interna nella creazione di moneta ad un valore che sia in linea con la crescita tendenziale del PNL nominale.

In Spagna e in Grecia lo scorso anno le autorità hanno continuato a far ricorso ad obiettivi per la crescita degli aggregati ampi monetari o creditizi. In entrambi i paesi la forte dilatazione del credito al settore pubblico - di gran lunga la più importante componente dell'espansione del credito interno - ha reso necessaria l'adozione di provvedimenti per restringere la liquidità bancaria e la crescita del credito al settore privato. In ambedue i casi i valori stabiliti dalle autorità per la crescita dei principali obiettivi intermedi nel 1986 (9,5-12,5% per ALP - liquidità in senso lato - in Spagna e 15% per il credito al settore privato in Grecia) sono sensibilmente inferiori ai tassi prefissati ed ai valori effettivi del 1985.

Le difficoltà emerse nella determinazione degli obiettivi di crescita monetaria. Nella maggior parte dei paesi che adottano strategie basate sulla fissazione di obiettivi di crescita monetaria sono talvolta sorti problemi nell'interpretazione e nel controllo degli aggregati. Nondimeno è variato da paese a paese il grado di successo conseguito dalle autorità nell'individuazione di misure affidabili della quantità di moneta.

Vari sono gli elementi che hanno determinato la scelta degli aggregati posti come obiettivo, i quali presentano considerevoli differenze concettuali da paese a paese. Una delle considerazioni preminenti è che dovrebbe sussistere una relazione abbastanza stabile fra l'aggregato ed il reddito nominale, ossia che la velocità di circolazione dell'aggregato stesso dovrebbe essere ragionevolmente costante, o quanto meno prevedibile. In considerazione dei diversi sfasamenti che possono intervenire in questa relazione è talvolta difficile discernere le cause delle variazioni della velocità e stabilirne chiaramente le implicazioni.

Il venir meno, negli ultimi anni, della stabile relazione tendenziale che esisteva in passato fra M_1 ed il PNL negli Stati Uniti, è stato oggetto di ampia trattazione.

Tutti gli aggregati in uso negli Stati Uniti sono stati periodicamente influenzati dall'innovazione finanziaria; tuttavia parrebbe che il calo della velocità di M_1 osservato lo scorso anno, di entità paragonabile alla precedente forte flessione intervenuta nel 1982, possa essere attribuito in parte agli effetti simultanei e differiti della discesa dei tassi di interesse nell'ultima parte del 1984 e agli inizi del 1985. In particolare, il marcato restringimento del differenziale fra i tassi di interesse sulla componente in depositi a termine di M_2 ed i più rigidi tassi di interesse su conti "NOW" liquidi sembra aver determinato una forte espansione della componente fruttifera di M_1 . Appare per contro enigmatica la marcata espansione avvenuta lo scorso anno nella parte di M_1 costituita dai depositi a vista infruttiferi, se si considera la disponibilità di strumenti remunerati altamente liquidi. Ciò potrebbe aver rispecchiato una tendenza ad accrescere la domanda precauzionale di moneta, ma non è affatto certo se tale *trend* è destinato a continuare oppure a subire un'inversione.

Variazioni della quantità di moneta, del PNL e della velocità di circolazione
in rapporto al reddito*

Paesi	Aggregati	1985			1976-1985			
		Quantità di moneta	PNL/PIL	Velocità	Media			Velocità minima
					quantità di moneta	PNL/PIL	velocità	
in percentuale								
Stati Uniti	M_1	11,9	5,4	- 5,9	8,1	9,2	1,0	- 5,9
	M_2	8,6		- 3,0	9,3		- 0,0	- 5,5
	M_3	7,7		- 2,1	10,5		- 1,2	- 6,2
Giappone	M_2+CD	8,7	6,2	- 2,3	9,2	7,3	- 1,7	- 4,4
Germania	MBC	4,5	4,9	0,4	6,1	5,6	- 0,5	- 3,8
	M_3	5,6		- 0,7	6,8		- 1,2	- 4,7
Francia	M_1R	7,3	8,3	0,9	10,7	11,6	0,9	- 1,8
Regno Unito	M_0	3,1	9,9	6,6	7,2	11,5	4,0	- 1,0
	EM_3	15,0		- 4,4	13,7		- 1,8	-10,6
Italia	M_2	12,5	12,3	- 0,2	15,6	17,0	1,2	- 4,7

* Misurate su periodi di quattro trimestri terminanti al quarto trimestre di ciascun anno civile. Per la definizione degli aggregati si veda la tabella a pagina 126.

Fonti: dati e definizioni nazionali.

Nella misura in cui gli eccezionali aumenti di M_1 hanno rispecchiato un'espansione della domanda di moneta associata al perdurante calo dei tassi di interesse e dell'inflazione, essi hanno potuto essere soddisfatti senza inconvenienti innalzando i valori di obiettivo. Inoltre, un certo grado di sensibilità di un aggregato ai movimenti dei tassi di interesse contribuisce di norma a renderlo controllabile dal lato della domanda attraverso l'influsso esercitato dalla banca centrale sui tassi del mercato monetario. Se però tale sensibilità diviene molto alta può essere difficile calibrare questo influsso con sufficiente precisione. In ogni caso, i timori espressi in passato, secondo cui la liberalizzazione dei tassi di interesse negli Stati Uniti avrebbe ridotto l'elasticità di M_1 rispetto ai tassi medesimi, al punto da rendere inservibile tale strumento di controllo monetario, si sono dimostrati infondati. Di fatto i problemi paiono essere ora piuttosto nel senso opposto; la reattività

dell'aggregato in parola alle variazioni dei tassi di interesse è divenuta palesemente maggiore del previsto.

In molti altri paesi si è di regola attribuita un'importanza maggiore agli andamenti di ampi aggregati dell'attività bancaria, che sono tipicamente meno elastici rispetto ai tassi di interesse, ma si prestano meglio ad essere controllati mediante strumenti amministrativi che agiscono sulle contropartite creditizie interne ed esterne delle posizioni del sistema bancario. In alcuni casi la relazione fra questi aggregati ed il PNL è stata distorta negli ultimi anni dalla crescita degli investimenti liquidi presso le istituzioni finanziarie non bancarie. In Francia, ad esempio, i cambiamenti strutturali nel sistema finanziario hanno talvolta agito nel senso di accrescere la velocità di M_2R . Fra le forze che nel 1985 hanno operato in senso contrario vanno annoverati i cali dei tassi di interesse del mercato e del tasso di inflazione, accompagnati da una rapida crescita di categorie di risparmio contrattuale — con un trattamento fiscale di favore e nell'ambito di schemi che prevedono l'acquisto di un'abitazione — rientranti nella definizione di M_2R . Nel Regno Unito la più intensa concorrenza fra banche e *building societies* ha contribuito a causare la netta caduta della velocità di M_3 in sterline registratasi lo scorso anno. In particolare, un provvedimento contenuto nel Bilancio dell'aprile 1985, diretto a uniformare il trattamento fiscale dei depositi presso le due suddette categorie di istituzioni, ha impedito alle banche di corrispondere interessi su base lorda. Poiché la risposta concorrenziale delle banche è stata quella di offrire tassi di interesse in linea con il mercato sui depositi in conto corrente, questi ultimi si sono dilatati a scapito dei depositi a risparmio, non compresi in M_3 . Un'altra modifica tributaria ha incentivato le *building societies* a detenere le loro disponibilità liquide presso il sistema bancario anziché collocarle in titoli del settore pubblico. Purtuttavia anche la velocità di circolazione del più ampio aggregato PSL_2 , che comprende le passività delle *building societies*, ha subito lo scorso anno una considerevole flessione. Al tempo stesso è aumentata la velocità di M_0 , verosimilmente per effetto di un calo della domanda di circolante causato dagli elevati tassi di interesse.

In Germania e Giappone la velocità degli aggregati-chiave è stata abbastanza prevedibile nel corso degli anni. Il calo mostrato nel 1985 dalla velocità di $M_2 + CD$ in Giappone può essere in parte attribuito alla reintermediazione stimolata dalla progressiva liberalizzazione dei tassi di interesse sui depositi bancari, benché sia in atto una significativa flessione tendenziale della velocità di tale aggregato. In Germania lo scorso anno la velocità in rapporto al reddito della moneta della banca centrale è variata di poco. Va tuttavia rilevato che gli obiettivi della Bundesbank sono basati non sulla variazione annua attesa del PNL, ma sul previsto incremento del potenziale produttivo a prezzi correnti.

Le distorsioni nel comportamento degli aggregati bancari dovute al processo di innovazione finanziaria hanno indotto le autorità di taluni paesi a dare maggiore rilievo a più ampie misure della liquidità del sistema come indicatori monetari. In alcuni casi, tuttavia, tali aggregati non si prestano ad uno stretto controllo con gli strumenti a disposizione della banca centrale. Ciò vale, ad esempio, per M_2 e M_3 negli Stati Uniti, in quanto importanti componenti di questi aggregati recano tassi di interesse di mercato. Diversa è invece la situazione in Germania, dove le passività comprese in M_3 , che si rispecchiano sulla moneta della banca centrale attraverso le riserve obbligatorie, abbracciano in pratica tutti i depositi a breve di residenti. Il

fatto che in Germania vi sia una correlazione stabile fra M_3 da un lato, e le variazioni dei differenziali fra i rendimenti obbligazionari ed i meno flessibili tassi di interesse sui depositi dall'altro, contribuisce a spiegare la continuità dell'efficacia delle tecniche fondate sugli obiettivi monetari.

Verso una maggiore flessibilità nell'approccio basato sugli obiettivi monetari.
Lo scorso anno la conduzione della politica monetaria nei paesi industriali pare essere entrata in una nuova fase. Allorché, in seguito all'impennata mondiale dell'inflazione nel 1979, tutti i maggiori paesi industriali adottarono politiche di stabilizzazione a medio termine miranti a realizzare gradualmente le condizioni necessarie per una ripresa produttiva non inflazionistica, gli obiettivi pubblicati di crescita monetaria assunsero un ruolo di cardine nell'ambito di tali strategie. Le autorità monetarie considerano tuttora il controllo dell'inflazione come un obiettivo primario, e nei cinque maggiori paesi industriali ritengono che gli obiettivi di crescita degli aggregati monetari abbiano preservato la loro utilità a questo fine. Pur essendo comune l'intento di avvalersi degli spazi di manovra disponibili per stimolare la crescita economica, lo scorso anno si sono potute osservare differenze nelle politiche seguite nei vari paesi, quanto alla tendenza ad adottare un orizzonte di piú lungo periodo ed alla flessibilità giudicata necessaria nel perseguimento degli obiettivi di espansione monetaria.

In Germania, Giappone e Svizzera l'esperienza sembra confermare che tassi di crescita monetaria stabili e contenuti agiscono a favore di uno sviluppo economico non inflazionistico nel medio periodo. Gli Stati Uniti ed il Regno Unito, per contro, si sono ulteriormente discostati da un approccio di rigorosa applicazione degli obiettivi monetari. Negli Stati Uniti, in presenza di un tasso di inflazione relativamente basso e stabile, una delle questioni centrali di politica monetaria è stata quella di valutare se e in quale misura fosse opportuno un superamento dell'obiettivo posto per M_1 al fine di protrarre la ripresa economica, che continuava a dare segni di debolezza, particolarmente nei settori industriali esposti alla concorrenza estera. Nel Regno Unito la questione è stata piuttosto quella di sperimentare in quale misura gli obiettivi di tasso di cambio potessero costituire una soddisfacente alternativa ai tentativi di controllare gli aggregati monetari al fine di sostenere la strategia antinflazionistica.

Non sarebbe comunque appropriato parlare di un abbandono dell'approccio basato su obiettivi monetari in alcuno di questi paesi, anche se in qualche caso la politica monetaria ha senza dubbio assunto un'impostazione piú discrezionale ed eclettica. Negli Stati Uniti sono stati mantenuti gli obiettivi di crescita degli aggregati monetari, pur attribuendo minore rilevanza all'andamento di M_1 . Nel Regno Unito è rimasto in vigore l'obiettivo per M_0 , nonostante i dubbi circa l'affidabilità di questo aggregato come indicatore monetario, e nel Bilancio per il 1986 è stato ripristinato l'obiettivo per l'espansione dell'offerta di moneta in senso lato (M_3 in sterline). In passato l'adozione di obiettivi per gli aggregati monetari era stata talora sospesa in altri paesi. Si può ricordare come in Svizzera l'obiettivo per M_1 fosse stato abolito nel 1978 in un contesto di massicci interventi ufficiali sul mercato dei cambi in seguito all'apprezzamento del 35% del tasso di cambio reale del franco svizzero nell'arco di dodici mesi. Oggi viene tuttavia riconosciuto che il fatto di non aver neutralizzato rapidamente l'eccessiva espansione monetaria aveva alimentato il processo inflazionistico, anche se nel 1980 fu introdotto un obiettivo di crescita per

la moneta della banca centrale rettificata. In Canada l'obiettivo di crescita per M_1 è stato abbandonato nel 1982 e da allora la politica monetaria è stata principalmente orientata in funzione dell'andamento del tasso di cambio; prosegue tuttavia la ricerca di un opportuno aggregato monetario.

La considerazione del tasso di cambio nelle strategie orientate al controllo degli aggregati. Il collasso del sistema postbellico di parità di cambio fisse ha fornito alle singole autorità nazionali una maggiore autonomia nel controllo dell'offerta di moneta e dell'inflazione, ed ha costituito una delle principali ragioni per l'adozione di obiettivi di crescita monetaria in molti paesi. Si presumeva che una politica monetaria diretta a ripristinare la stabilità dei prezzi sul piano interno avrebbe altresì realizzato le condizioni per una soddisfacente evoluzione del tasso di cambio. Tuttavia, l'esperienza successiva ha deluso l'aspettativa che, nel medio periodo, le variazioni dei tassi di cambio avrebbero rispecchiato in via primaria i differenziali di inflazione. Alla prova dei fatti, si è dovuto constatare che il regime di tassi di cambio fluttuanti non isolava i paesi dalle perturbazioni esterne nella misura preconizzata dai suoi fautori. Allorché le condizioni di stretta monetaria presenti negli Stati Uniti dalla fine del 1979 alla metà del 1982 si accompagnarono a tassi di interesse elevati ed instabili, gli altri paesi furono posti dinnanzi ad un'alternativa: o accettare forti movimenti dei tassi di interesse interni o subire ampie oscillazioni del tasso di cambio della moneta nazionale rispetto al dollaro. Di conseguenza, essi dovettero valutare gli svantaggi che comportava l'accettazione di tassi di interesse reali più elevati di quelli che sarebbero derivati dall'azione dei soli fattori interni rispetto ai costi potenziali di un forte deprezzamento della moneta nei confronti del dollaro. Nonostante fossero stati ridotti i differenziali di inflazione fra i paesi, non sussistevano al di fuori degli Stati Uniti le altre condizioni che avrebbero permesso l'impiego della politica monetaria per stabilizzare il tasso di cambio.

Si è progressivamente accresciuta la consapevolezza che l'"iperreazione" del tasso di cambio costituiva un vincolo alla capacità dei paesi di perseguire obiettivi monetari indipendenti. Sono sorte complesse questioni circa la risposta appropriata della politica monetaria allorché i tassi di cambio sono parsi reagire principalmente a perturbazioni di natura non monetaria, come le variazioni dei prezzi delle fonti energetiche, oppure alla situazione corrente e prevista dei bilanci pubblici. In misura maggiore di quanto era stato riconosciuto in precedenza, le aspettative del mercato circa gli sviluppi futuri delle politiche e dell'economia hanno esercitato un influsso determinante sull'andamento dei tassi di cambio.

Lo scorso anno gli effetti contrattivi esercitati sull'economia interna degli Stati Uniti dal forte apprezzamento del dollaro avevano ormai assunto un notevole peso, contribuendo ad alimentare pressioni protezionistiche. Nell'ambito del rinnovato consenso internazionale sulla necessità di un aggiustamento della distorsione dei rapporti di cambio, si è individuato negli interventi ufficiali sui mercati valutari lo strumento principale in grado di contribuire a rettificare la situazione. Il comunicato emesso dal Gruppo dei Cinque nel settembre 1985 (cfr. Capitolo VII) pareva implicare che la maggior parte dei paesi maggiori avrebbe continuato a seguire uno stabile corso di politica monetaria, coerente con le esigenze economiche fondamentali, mentre si menzionava che in Giappone la politica monetaria avrebbe dovuto essere condotta con flessibilità, prestando debita attenzione al tasso di cambio.

Negli ultimi anni l'esperienza ha mostrato come non vi sia una relazione diretta o chiaramente individuata fra la crescita della quantità di moneta e le variazioni dei tassi di cambio. Sarebbe difficile per le autorità nazionali tener conto in modo preciso dei tassi di cambio nella fissazione degli obiettivi di espansione monetaria, anche se essi possono essere utili come parametro di riferimento nel valutare l'influsso combinato delle politiche monetaria e fiscale nei paesi maggiori.

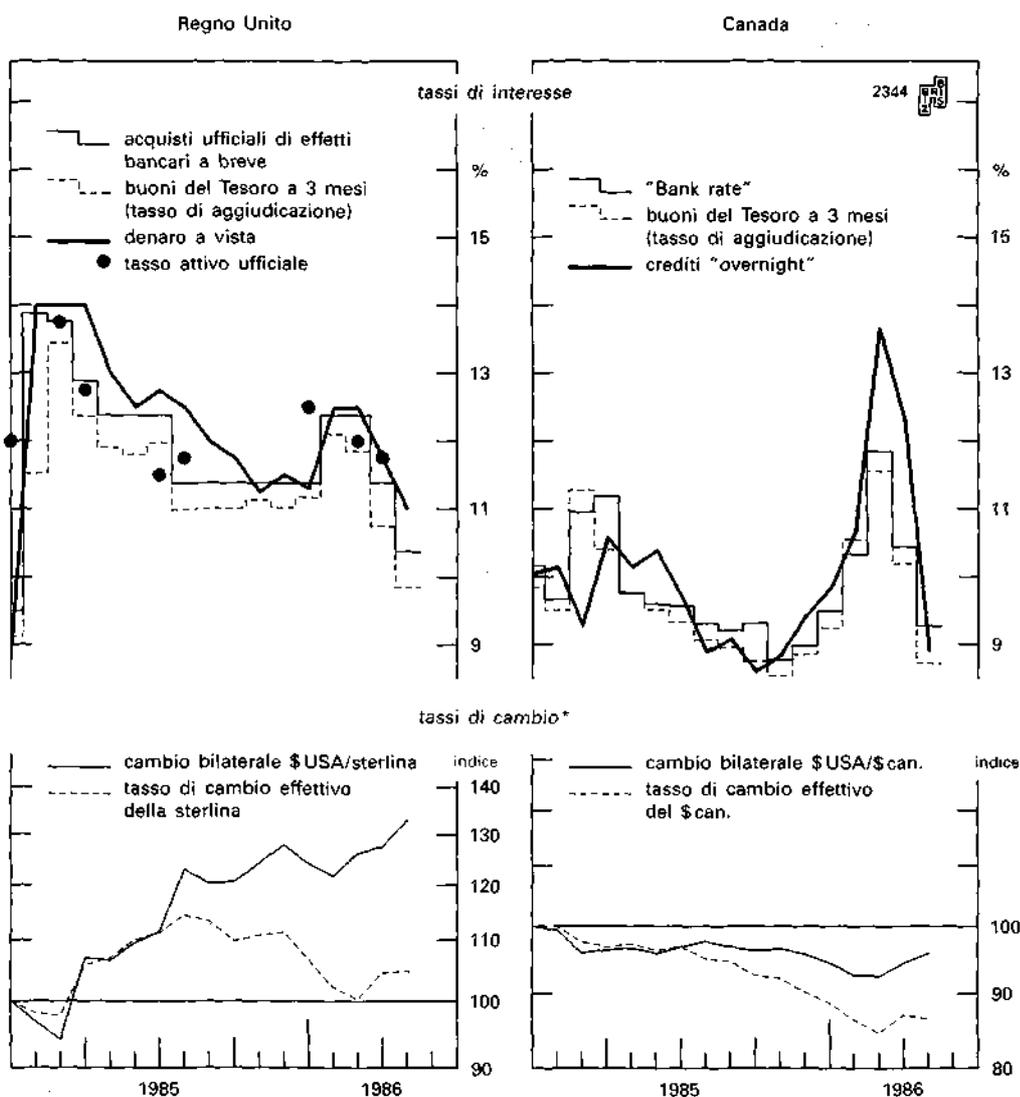
Negli Stati Uniti, per un certo periodo, la Riserva federale ha tenuto in considerazione l'impatto dell'apprezzamento del dollaro sia sul tasso di inflazione interna sia sull'attività economica, pur non prefiggendosi certamente alcun obiettivo in termini di tasso di cambio. Il fatto che gli effetti a breve termine dell'apprezzamento del dollaro potessero essere considerati analoghi, per taluni aspetti, a quelli di una restrizione monetaria, pare aver influito sulla decisione di consentire un calo dei tassi del mercato monetario nei primi mesi del 1985 e di accettare una forte crescita di M_1 . L'accordo di settembre del Gruppo dei Cinque è stato evidentemente interpretato dal mercato come un'indicazione che non vi era da attendersi un inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti. Tuttavia, una volta che il dollaro ha iniziato ad indebolirsi, la politica monetaria negli Stati Uniti sembra essere stata influenzata dalla possibilità che un deprezzamento eccessivamente rapido, pur stimolando la produzione, con il tempo avrebbe potuto determinare un'accelerazione dell'inflazione interna. Inoltre, un indebolimento della domanda estera di investimenti in dollari avrebbe potuto esercitare una spinta verso l'alto sui tassi di interesse negli Stati Uniti, data l'esigenza di finanziare l'ampio disavanzo del bilancio federale. Verso la fine del 1985 la politica dei tassi di interesse negli Stati Uniti appariva ormai orientata nel senso di impedire una caduta precipitosa del dollaro. Mentre i rendimenti obbligazionari, che rispecchiano principalmente le aspettative del mercato, hanno subito netti cali nell'ultima parte del 1985 ed agli inizi del 1986, il tasso di sconto della Riserva federale è rimasto invariato dal maggio 1985 fino alla primavera del 1986, quando è stato abbassato dapprima dal 7,5 al 7% in marzo, e quindi al 6,5% in aprile.

In Giappone gli aumenti dei tassi di interesse direttamente finalizzati ad un apprezzamento dello yen sono chiaramente entrati in conflitto con l'intento di accrescere la domanda interna. In seguito all'accordo di settembre la Banca del Giappone ha incoraggiato un innalzamento dei tassi del mercato monetario che ha deluso le aspettative di un'imminente riduzione del saggio di sconto e che si è rispecchiato anche sui rendimenti dei titoli di Stato. A dicembre, tuttavia, i rendimenti obbligazionari erano risaliti al livello di ottobre e, con il consolidarsi dell'apprezzamento dello yen, il saggio di sconto della Banca del Giappone è stato ridotto dal 5 al 3,5% in tre successive riprese, nel gennaio, nel marzo e nell'aprile di quest'anno. In Germania, dove vi è stata minore conflittualità fra gli obiettivi di equilibrio interno ed esterno, in ottobre e in novembre i rendimenti obbligazionari sono saliti, benché i tassi delle operazioni della Bundesbank nel segmento a breve del mercato non abbiano mostrato variazioni di rilievo. Nel marzo 1986 la Bundesbank ha dato l'avvio ad una prima tornata di riduzioni dei saggi ufficiali di sconto nei paesi maggiori.

In Francia e in Italia la politica dei tassi di interesse è stata collegata agli sviluppi sui mercati dei cambi, benché l'andamento delle rispettive monete abbia rispecchiato solo in parte le variazioni della forza del dollaro. Per quanto concerne la Francia, i cali dei tassi di interesse all'estero, unitamente al miglioramento in

termini di bilancia dei pagamenti correnti e di inflazione interna, hanno facilitato l'attuazione di una politica di graduale riduzione dei tassi di interesse. In Italia, dove fra i fattori esterni va annoverato un consistente afflusso di capitali a seguito dell'aggiustamento della parità centrale della lira nell'ambito dello SME nel luglio 1985, gli squilibri di fondo delle finanze pubbliche e della bilancia dei pagamenti correnti hanno lasciato uno scarso margine di manovra alla politica monetaria.

Tassi del mercato monetario e tassi di cambio; 1985-86



*Fine dicembre 1984 = 100 (diagramma semilogaritmico).

Nel Regno Unito e in Canada lo scorso anno le autorità si sono basate maggiormente sui tassi di cambio nell'orientamento delle politiche, a causa delle difficoltà incontrate nell'interpretare gli andamenti degli aggregati monetari. Nei primi mesi del 1985 la politica dei tassi di interesse nel Regno Unito è stata

principalmente improntata alla difesa del valore esterno della moneta. Verso la fine dell'anno, tuttavia, un calo del tasso di cambio effettivo della sterlina sembrava essere giustificato dagli sviluppi sui mercati mondiali delle fonti energetiche. Nell'ultima parte del 1985 ed agli inizi di quest'anno anche il dollaro canadese è stato oggetto di forti pressioni al ribasso, di riflesso agli sfavorevoli sviluppi sul piano della finanza pubblica, alle quali è risultato assai difficile opporre resistenza, pur con decisi interventi sul mercato dei cambi. In situazioni del genere è tuttavia difficile valutare l'appropriata risposta da parte della politica monetaria, e in entrambi questi paesi è apparsa talvolta svantaggiosa l'assenza di un esplicito punto di riferimento per le aspettative in termini di tassi di cambio. Sia nel Regno Unito sia in Canada si sono dovuti innalzare i tassi di interesse. Pur essendo successivamente calati, nella primavera di quest'anno essi permanevano su livelli che appaiono alquanto elevati in relazione sia ai tassi di inflazione interni di questi paesi sia ai tassi di interesse in Germania e Stati Uniti.

Le strategie alternative per la politica monetaria

Politiche monetarie orientate esplicitamente al tasso di cambio. Tale approccio di politica monetaria ha costituito la base delle strategie antinflazionistiche seguite negli ultimi anni da un gruppo di paesi europei che comprende quelli con impegni formali di tasso di cambio nel quadro del Sistema monetario europeo, ma che si estende al di là di tale ambito. Adattando i tassi di interesse interni a breve in funzione di difesa dei rapporti di cambio entro l'area comunitaria, che nella maggior parte dei casi sono rimasti invariati dal marzo 1983 fino all'aprile 1986, lo scorso anno i Paesi Bassi hanno continuato a godere di un grado di stabilità monetaria e di prezzi paragonabile a quello della Germania, mentre Francia, Italia, Belgio, Danimarca e Irlanda hanno potuto comprimere ulteriormente i tassi di inflazione interna relativamente elevati.

Facendo ricorso ad un aggiustamento flessibile dei tassi di interesse del mercato monetario come principale strumento per influenzare il rapporto di cambio, molti paesi dell'Europa continentale hanno potuto avere una ragionevole certezza che la politica monetaria si sarebbe mantenuta compatibile con i propri impegni in termini di parità di cambio, mentre questi ultimi chiaramente avrebbero contribuito a controllare la dinamica dei costi ed a moderare le aspettative di inflazione. Tali impegni tuttavia fanno sorgere la questione se sia necessaria l'adozione di obiettivi di espansione monetaria nei singoli paesi. In linea di principio, ciò che occorre in un sistema di tassi di cambio collegati istituzionalmente ma aggiustabili è la presenza di una grande economia in cui sia in vigore un obiettivo in termini di crescita di un determinato aggregato monetario caratterizzato da una stabile funzione di domanda. Inoltre, gli altri paesi le cui monete sono collegate a quella del paese centrale dovrebbero avere degli obiettivi in linea di massima compatibili e realizzabili in termini di inflazione e di prodotto. In taluni casi, tuttavia, può essere necessaria la fissazione di norme per l'evoluzione delle grandezze monetarie per assicurare che le politiche monetarie mantengano un appropriato indirizzo di medio periodo. Con la manovra del tasso di interesse orientata al rapporto di cambio, il perseguimento di queste norme monetarie dovrebbe basarsi su altri strumenti, quali i controlli amministrativi sul credito e sui cambi, che spesso sono stati impiegati in taluni paesi dello SME per conseguire gli obiettivi sia di crescita monetaria sia di tasso di cambio.

Ciò non vale per la Germania, dove l'impatto esercitato sull'andamento degli aggregati monetari dai flussi di capitali associati all'azione di stabilizzazione dei rapporti di cambio è stato normalmente di portata tale da non porre eccessivi problemi. L'aggiustamento relativamente "morbido" dei tassi di interesse a breve attuato dalle autorità tedesche in funzione delle variazioni di fondo delle pressioni inflazionistiche ha fornito un modello di riferimento abbastanza stabile su cui gli altri paesi hanno potuto basarsi nella determinazione dei tassi del mercato monetario interno. L'elevato grado di stabilità monetaria in Germania ha quindi contribuito alla stabilità monetaria negli altri paesi dello SME.

Anche lo scorso anno la politica dei tassi di interesse a breve in molti paesi europei ha dovuto essere regolata in funzione di sviluppi sui mercati dei cambi che rispecchiavano fattori sia interni che esterni, nonché delle ulteriori riduzioni dei tassi di inflazione. In Francia, in Italia e nei Paesi Bassi fra gennaio e novembre i tassi del mercato monetario sono stati abbassati grosso modo in linea con i tassi di interesse in Germania. In Belgio, dove i tassi erano stati abbassati considerevolmente nei primi mesi del 1985, essi hanno dovuto essere temporaneamente aumentati nell'estate dello stesso anno. In Danimarca e Irlanda, dopo essere rimasti a livelli relativamente alti agli inizi del 1985, i tassi di interesse a breve sono in seguito calati in modo alquanto marcato durante la maggior parte dell'anno. I rendimenti obbligazionari, che in alcuni paesi sono soggetti a influssi di tipo amministrativo, hanno avuto un andamento discendente nella maggior parte dei paesi, con cali relativamente forti in Belgio, nonché in Irlanda e Danimarca, dove vi è stato un netto miglioramento in termini di tasso di inflazione.

Tassi di interesse a breve ed a lungo termine e variazioni dei prezzi al consumo¹:
differenziali rispetto alla Germania

Voci	1979-83 ²	1984 I	1985 I	1985 III	1986 I	1979-83 ²	1984 I	1985 I	1985 III	1986 I
	in punti percentuali									
	Francia					Belgio				
Tassi a breve termine . . .	4,1	6,6	4,3	4,7	3,6	4,5	6,5	4,1	4,5	5,1
Tassi a lungo termine . . .	5,6	6,1	4,7	5,7	3,4	3,6	4,3	3,9	4,1	2,5
Tassi di inflazione	7,0	5,5	3,9	3,1	2,8	2,2	4,2	3,2	2,4	1,4
	Italia					Paesi Bassi				
Tassi a breve termine . . .	8,7	11,5	9,4	9,7	12,7	0,4	0,3	0,8	1,1	0,8
Tassi a lungo termine . . .	8,8	7,3	5,2	6,8	6,7	1,1	0,2	0,4	0,6	0,6
Tassi di inflazione	12,6	8,8	6,1	6,1	7,2	0,3	0,9	- 0,1	0,1	0,6
	Danimarca					Irlanda				
Tassi a breve termine . . .	7,0	4,3	5,5	4,7	4,6	7,4	7,1	7,5	5,3	11,5
Tassi a lungo termine . . .	9,4	6,1	5,4	4,8	3,6	7,1	6,2	6,0	5,6	3,5
Tassi di inflazione	5,3	3,9	3,2	1,7	1,5	11,0	7,2	3,9	3,2	3,8
	Regno Unito					Svezia				
Tassi a breve termine . . .	4,7	3,1	6,9	6,8	6,6	3,3	4,1	7,1	10,3	6,6
Tassi a lungo termine . . .	4,3	2,3	3,1	4,0	3,0	3,5	3,7	5,6	7,1	5,6
Tassi di inflazione	6,4	2,2	3,5	3,7	4,4	5,2	5,9	5,4	4,5	4,3

¹ Tassi a breve termine rappresentativi su strumenti interbancari: per l'Italia, depositi a vista; per l'Irlanda e la Svezia, crediti alla giornata; per gli altri paesi, strumenti a tre mesi. Tassi a lungo termine rappresentativi: per Germania, Francia e Italia, obbligazioni del settore pubblico; per gli altri paesi, titoli di Stato. Tassi di inflazione: variazioni percentuali su dodici mesi dei prezzi al consumo (per l'Irlanda, variazioni su quattro trimestri). ² Medie di dati mensili.

Fonti: dati e definizioni nazionali.

In quasi tutti i paesi europei i tassi di interesse nominali permangono più alti che in Germania, sebbene nella maggior parte dei casi i tassi di inflazione siano ancora più elevati. Nel valutare i differenziali dei tassi di interesse, gli operatori del mercato tengono senza dubbio in considerazione le prospettive di aggiustamenti dei rapporti di cambio nel più lungo periodo. E' noto tuttavia che la scelta temporale dei riallineamenti entro lo SME dipende da considerazioni di natura politica. Nel lungo arco di tempo compreso fra l'aggiustamento delle parità nello SME del marzo 1983 e quello dell'aprile 1986 è stata chiaramente dimostrata la capacità di alcuni paesi di ridurre tassi di inflazione relativamente alti e di migliorare i propri conti con l'estero. Gran parte del periodo che va fino al novembre 1985 è stato caratterizzato da flussi di capitali verso i paesi con tassi di interesse relativamente alti in termini nominali, al punto che talvolta in tali paesi le autorità hanno ritenuto che fosse in atto un eccessivo allentamento delle condizioni monetarie interne. In Francia e in Italia i controlli valutari sono stati inaspriti nell'estate del 1985 al fine di scoraggiare gli afflussi di fondi. In Danimarca, d'altro canto, il sistema dei massimali al credito è stato sostituito da un sistema per regolare la crescita dei depositi speciali dopo il precedente allentamento delle restrizioni valutarie.

La situazione sui mercati dei cambi è mutata nell'ultima parte del 1985 ed agli inizi del 1986, allorché per contrastare un indebolimento del tasso di cambio rispetto al marco tedesco è stato necessario innalzare i tassi di interesse a breve in Italia, Belgio e Irlanda. Vi è stato anche un aumento dei tassi sull'eurofranco francese per talune scadenze, ma i tassi sul mercato interno francese hanno potuto essere mantenuti su un corso discendente. In parte a causa dell'importanza del marco tedesco quale valuta di investimento internazionale, un suo apprezzamento rispetto al dollaro è spesso accompagnato da un indebolimento delle altre monete europee nei confronti della moneta tedesca. Nondimeno, gli aumenti dei tassi di interesse a breve in molti paesi europei intorno al volgere dell'anno paiono avere altresì rispecchiato la percezione da parte del mercato che fosse necessario un riallineamento delle parità nell'ambito dello SME per tener conto dei differenziali di inflazione anteriori. Dopo il riallineamento di aprile è stato possibile ridurre i tassi del mercato monetario nei paesi in questione.

Gli approcci di politica monetaria basati sul tasso di cambio appaiono particolarmente appropriati nel caso di economie aperte relativamente piccole. In alcuni paesi europei l'utilità di stabili rapporti di cambio è stata altresì messa in risalto dalla pronta reazione dei salari ai deprezzamenti del tasso di cambio. In un nucleo di paesi con una marcata vocazione sul piano politico a liberalizzare gli scambi commerciali ed i movimenti di capitali in un certo ambito geografico, le autorità perseguono fin dai primi anni settanta un'assidua politica di stabilizzazione dei tassi di cambio delle rispettive monete. Un aspetto forse ancora più importante è che la coerenza delle politiche monetarie fra i paesi dello SME è stata facilitata negli ultimi anni dalla comune convinzione che il controllo dell'inflazione costituiva il presupposto per un soddisfacente andamento dell'economia in generale.

Il coordinamento delle politiche monetarie nell'ambito dello SME può essere stato più facile nella misura in cui i forti *shocks* esterni subiti dai paesi industriali europei nell'ultimo decennio, fra cui le variazioni dei prezzi dell'energia, hanno avuto ripercussioni simili in molti di essi. Gli sforzi diretti a ridurre i disavanzi di bilancio ed a rendere più flessibili i meccanismi di determinazione dei salari non

hanno tuttavia avuto ovunque uguale successo. Se da un lato le correzioni impartite alla politica monetaria hanno contribuito ad impedire una instabilità di breve periodo e fluttuazioni a medio termine dei tassi di cambio, non è stato possibile evitare un deprezzamento tendenziale di alcune monete. Il fatto che i paesi con tassi di inflazione relativamente elevati non abbiano, nell'arco di più anni, cercato corrispondenti riallineamenti delle parità ha comportato in effetti che, nell'accettare le risultanti pressioni in termini di tasso di cambio reale, essi hanno dato priorità al controllo dell'inflazione.

In Svezia la politica monetaria poggia altresì su un obiettivo di tasso di cambio espresso sotto forma di un indice valutario aggiustato su base annua, nel quale le monete che compongono l'ECU hanno un peso considerevole. Nel luglio 1985 sono stati ristretti e pubblicati per la prima volta i margini di intervento. Permane tuttavia in vigore un insieme di controlli valutari e, così come in diversi altri paesi europei, le condizioni monetarie interne sono anche influenzate dalla politica di indebitamento all'estero del settore statale. Lo scorso anno il successo dell'azione di aggiustamento ha permesso di far scendere i tassi di interesse a breve dai livelli assai elevati da essi raggiunti anteriormente.

Gli obiettivi in termini di PNL nominale e di tasso di interesse nella politica monetaria. In alcuni paesi l'esigenza postasi alla politica monetaria di valutare il significato di variazioni eccezionali e imprevedute nella velocità di circolazione della moneta rispetto al reddito ha mantenuto viva la questione circa l'idoneità degli obiettivi in termini di PNL nominale o di tassi di interesse, quali soddisfacenti alternative agli obiettivi di crescita degli aggregati monetari.

Gli argomenti a favore dell'adozione di obiettivi in termini di reddito nominale di norma partono dall'affermazione che, mentre i tassi di crescita economica e di inflazione costituiscono gli obiettivi finali di politica economica, la politica monetaria può soltanto influenzare l'evoluzione del reddito nominale nel medio periodo. Gli obiettivi di PNL nominale metterebbero pertanto in risalto quanto l'incidenza relativa delle componenti prodotto reale e prezzi dipenda dal processo di formazione dei prezzi e dei salari nel settore privato. In effetti, le interrelazioni di breve periodo fra quantità di moneta, prezzi e prodotto sono incerte e dipendono parimenti dagli sviluppi sul piano della politica fiscale e dei tassi di interesse. Tuttavia, in circostanze normali, ci si può aspettare che l'espansione monetaria, pur potendo influenzare la produzione reale a breve termine, nel più lungo periodo si rispecchi primariamente sul livello di inflazione. Laddove si è fatta incerta la relazione a lungo termine fra la crescita monetaria e l'inflazione, un itinerario indicativo di crescita del reddito nominale negli anni futuri, come quello pubblicato nel marzo 1986 dalle autorità britanniche nel quadro della "Strategia finanziaria a medio termine", può contribuire a sottolineare la necessità di ridurre ulteriormente il tasso di inflazione lungo un certo arco di tempo. Tuttavia, in nessuno dei paesi industriali le autorità monetarie hanno ritenuto che gli obiettivi di crescita del reddito nominale nel breve periodo potessero costituire una valida alternativa agli obiettivi monetari.

In generale le autorità monetarie non considerano l'evoluzione della quantità di moneta come indicativa unicamente di variazioni del reddito nominale. I risultati conseguibili nel breve periodo in termini di crescita produttiva e di tasso di inflazione sono di regola tenuti in conto nella fissazione degli obiettivi monetari annuali. Pertanto, ove la velocità di circolazione sia prevista in modo corretto si può

ritenere che l'osservanza degli obiettivi di crescita monetaria comporti soddisfacenti progressi verso gli obiettivi a più lungo termine dell'economia. In alcuni paesi le autorità hanno dovuto adeguare gli obiettivi in funzione dell'innovazione finanziaria. In taluni casi esse hanno altresì cercato di tenere conto di imprevisti spostamenti nelle componenti della massa monetaria, nonché dell'influsso esercitato dai movimenti abnormi dei tassi di cambio sulla produzione e sul livello dei prezzi. Negli Stati Uniti questi fattori sono stati considerati nel valutare l'espansione monetaria durante il 1985, ma ciò non implica che la politica monetaria sia stata impostata su un obiettivo in termini di reddito nominale.

Le autorità monetarie sono convinte che il compito di perseguire obiettivi in termini di reddito nominale addosserebbe loro un onere eccessivo. In molti casi la politica monetaria non sarebbe in grado di conseguire i valori prefissati per la spesa in termini nominali senza un adeguato sostegno da parte della politica fiscale. Mentre può risultare debole l'impatto a lungo termine della spesa in disavanzo sulla produzione, in molti paesi la crescita produttiva è sensibile nel breve periodo alla spesa pubblica ed alla politica tributaria. Questi influssi andrebbero presi in considerazione nello stabilire gli obiettivi di crescita del reddito nominale. Specialmente nel breve periodo, la dinamica del prodotto e dei prezzi è influenzata anche da molti altri fattori, quali gli *shocks* dal lato dell'offerta di materie prime. Vi è inoltre un aspetto politico che entra in causa nell'adozione di un obiettivo di reddito nominale. Nella maggior parte dei paesi gli obiettivi in termini di PNL sono in via primaria di pertinenza del governo. Ove le autorità monetarie si assumessero la responsabilità di perseguire un tale obiettivo, vi sarebbe il pericolo che la loro azione si focalizzi sugli sviluppi a breve termine del prodotto reale; ciò potrebbe mettere a repentaglio i progressi realizzati durante gli ultimi anni nell'estendere l'orizzonte temporale della politica monetaria, la quale ha compiuto grandi passi verso il traguardo del controllo dell'inflazione.

L'utilizzo dei tassi di interesse nominali o reali come parametri di guida a più lungo termine delle politiche comporterebbe rischi analoghi. Il riconoscimento del fatto che la riluttanza avuta in passato ad innalzare i tassi di interesse in misura sufficiente a porre sotto controllo un'eccessiva crescita monetaria aveva permesso un aumento dell'inflazione ha costituito una delle ragioni primarie per cui l'azione della politica monetaria si è concentrata sul perseguimento di obiettivi in termini di aggregati monetari. Nella maggior parte dei paesi viene fatto ricorso a parametri-guida per i tassi di interesse a breve nella conduzione quotidiana della politica monetaria, ma questi servono soltanto come riferimenti operativi e sono soggetti ad aggiustamenti in funzione dell'evoluzione della quantità di moneta e dei tassi di cambio.

I cambiamenti negli strumenti della politica monetaria e nelle procedure operative

Nuovi strumenti e procedure. Nel perseguimento dei propri obiettivi in termini di aggregati monetari e di tassi di cambio, negli ultimi anni le autorità monetarie di molti paesi hanno fatto ricorso in misura crescente alle operazioni di mercato aperto, avvalendosi in minore misura di forme di controllo diretto dei cambi e del credito.

I controlli amministrativi volti a limitare gli impieghi bancari sono stati aboliti sin dalla fine degli anni settanta nel Regno Unito, Svezia, Paesi Bassi, Danimarca, Irlanda e Austria, e soltanto pochi paesi industriali fanno tuttora uso di tale strumento. In Francia la regolamentazione dell'attività di credito non è più restrittiva e serve attualmente più come "rete di sicurezza" che come mezzo primario per il conseguimento degli obiettivi monetari. Per il 1986 le prescrizioni limitative del credito sono state estese alle casse di risparmio. Tuttavia, è stata ridotta la progressività dei coefficienti adottati per il calcolo delle riserve che le singole banche devono costituire a fronte degli impieghi eccedenti la norma ufficiale prefissata per l'intero sistema bancario. Le autorità hanno indicato che, al termine di un periodo di transizione, il prossimo anno le restrizioni al credito potrebbero lasciar posto ad un approccio orientato principalmente al tasso di interesse nel controllo dell'espansione della moneta e del credito. In Giappone il sistema di direttive noto come *window guidance* si è trasformato nel corso degli ultimi anni da un meccanismo di controllo rigido in un indicatore degli intendimenti delle autorità circa l'evoluzione a breve termine del credito. Tuttavia, con il ridimensionamento delle proiezioni per l'espansione del credito nel secondo trimestre 1986, la Banca del Giappone ha inteso segnalare i propri timori circa il rapido ritmo di crescita delle attività liquide nell'economia e i forti incrementi dei corsi azionari e dei prezzi dei terreni destinati ad usi commerciali. In Svezia, nel quadro dell'ulteriore liberalizzazione dei mercati finanziari, agli inizi del 1985 sono state rimosse le restrizioni poste ai tassi di interesse sugli impieghi bancari in moneta nazionale, e nel novembre dello stesso anno sono stati soppressi i massimali al credito per le banche, gli istituti di credito ipotecario e le società di finanziamento. In Danimarca i massimali al credito sono stati sostituiti nel giugno 1985 con uno schema in base al quale le banche sono tenute a costituire un deposito speciale presso la Banca Nazionale allorché la crescita dei propri depositi eccede un valore-norma concordato per l'intero sistema bancario. La Banca Nazionale ha la facoltà di ridurre la remunerazione di tali depositi speciali in modo da scoraggiare una rapida espansione monetaria. In Italia, i massimali sugli impieghi bancari introdotti nel gennaio 1986 erano intesi come un espediente temporaneo per contribuire ad arrestare i deflussi di capitali. Nei Paesi Bassi il criterio-guida emanato nel febbraio 1986 per la creazione di liquidità da parte dei fattori interni è stato concepito essenzialmente al fine di contenere l'incremento tendenziale di M_2 in rapporto al reddito nominale. Poiché il credito finanziato con risorse a lungo termine non è soggetto a tale criterio, lo spostamento della provvista bancaria verso il segmento a lungo termine potrebbe accentuare l'inclinazione della curva dei rendimenti, ma l'efficacia globale della norma dipenderà dalla misura in cui i movimenti di capitali con l'estero rispondono ai differenziali di tasso di interesse.

La maggior parte delle operazioni ufficiali sul mercato monetario modifica la posizione di bilancio della banca centrale in modo tale da incidere sull'offerta di riserve bancarie e, dato un certo livello della domanda di tali riserve, sui tassi di interesse del mercato monetario. Gli strumenti e le procedure che le banche centrali utilizzano per il controllo delle condizioni del mercato dipendono dal quadro istituzionale e normativo, che differisce da paese a paese. Nel corso degli ultimi anni, tuttavia, le tecniche operative hanno presentato una linea evolutiva comune. In particolare, in diversi paesi sono stati presi provvedimenti per scoraggiare il ricorso da parte delle banche al tradizionale rifinanziamento della banca centrale

attraverso il risconto o le anticipazioni garantite a tassi di interesse fissi. Al tempo stesso, le banche centrali hanno fatto maggiore uso delle operazioni di mercato aperto per regolare l'offerta di riserve bancarie. Nella maggior parte dei paesi industriali sono stati mantenuti i coefficienti di riserva obbligatoria, di regola con clausole che ne consentono il computo su base media nell'arco di un certo periodo, al fine di stabilizzare la domanda di riserve e di smorzare le oscillazioni dei tassi del mercato monetario. Questi ultimi occupano attualmente un ruolo centrale come variabile operativa in quasi tutti i paesi industriali.

In passato, in molti paesi al di fuori degli Stati Uniti, il sistema bancario utilizzava il credito della banca centrale come principale canale per adeguare la propria posizione di liquidità. A seconda del grado di restrizione dell'accesso al risconto o alle anticipazioni garantite, i tassi di interesse ufficiali fungevano generalmente da baricentro per i tassi a breve oppure da loro limite inferiore o superiore. E' possibile introdurre una maggiore flessibilità nelle operazioni della banca centrale, innalzando il costo del finanziamento da essa erogato in relazione ai tassi di interesse del mercato ed impiegando strumenti di mercato per regolare il livello delle riserve bancarie. In conseguenza di cambiamenti di questo tipo, i saggi ufficiali di sconto si sono situati di regola al disopra dei tassi del mercato monetario a partire dal 1982 in Svizzera, dalla fine del 1984 in Italia e in Belgio e già da molti anni in Canada. In Germania il tasso sulle anticipazioni della Bundesbank si trova al disopra dei tassi del mercato monetario dal gennaio 1985. In Belgio (dal maggio 1985) e in Canada (dal 1981) la relazione desiderata fra i tassi ufficiali e quelli di mercato è stata ottenuta con procedure per la fissazione del saggio di sconto su base settimanale in rapporto al tasso di aggiudicazione dei buoni del Tesoro. In Svezia, dal dicembre 1985 i tassi penalizzatori sul credito della banca centrale non sono più collegati al saggio ufficiale di sconto e sono graduati in modo da consentire una regolazione del costo marginale del rifinanziamento ufficiale — e quindi dei tassi a brevissimo termine del mercato monetario — semplicemente mediante una variazione dell'offerta di riserve.

In Giappone il saggio ufficiale di sconto rimane inferiore al denaro a vista, ma la banca centrale opera con discrezionalità nel concedere e nel richiamare i crediti, e di recente ha fatto ricorso in modo molto flessibile alle operazioni di mercato aperto per influenzare i tassi del mercato monetario. Negli Stati Uniti, dove l'accesso al credito della Riserva federale è soggetto a restrizioni, il saggio di sconto permane di regola al disotto del tasso sui *federal funds*. La risultante relazione fra questi tassi e l'indebitamento bancario presso la Riserva federale può essere utilizzata per contribuire a limitare l'instabilità dei tassi di interesse nel quadro della manovra delle *borrowed reserves* delle banche, in uso dalla fine del 1982. Nel Regno Unito, dove dal 1982 non era più stata attivata alcuna facilitazione di finanziamento ufficiale, nel 1985 la Banca d'Inghilterra ha fatto ricorso in più occasioni ad operazioni di credito al fine di dare pronta efficacia agli intendimenti delle autorità circa i tassi di interesse del mercato monetario.

Gli strumenti cui di recente le banche centrali hanno fatto più intenso ricorso per regolare il livello delle riserve bancarie comprendono le vendite e gli acquisti definitivi di effetti e titoli, le operazioni pronti contro termine, le cessioni di effetti tratti sulla banca centrale, gli *swaps* di valute e l'incanalamento sul mercato di depositi del Tesoro presso la banca centrale. In alcuni paesi le transazioni ufficiali

sono effettuate sui mercati privati esistenti; in altri le banche centrali hanno istituito speciali procedure di asta. I nuovi strumenti consentono alla banca centrale di operare con un notevole margine di discrezionalità per quanto concerne la collocazione temporale e la durata delle operazioni di offerta e di assorbimento di liquidità, nonché i tassi di interesse applicati. In diversi paesi questi ultimi fungono da segnale degli intendimenti delle autorità monetarie circa il livello dei tassi di interesse.

Operazioni ufficiali incidenti sulle condizioni del mercato monetario¹

Fattori e periodi	Giappone	Germania	Francia	Italia	Belgio	Paesi Bassi	Svizzera
	variazioni in percentuale della base monetaria misurata al termine del trimestre precedente ²						
Attività esterne nette della banca centrale³							
1985 primo trimestre	- 0,5	- 7,9	8,4	- 4,2	2,0	- 4,9	8,0
secondo trimestre	0,1	3,2	7,5	2,7	2,9	0,1	4,2
terzo trimestre	- 1,1	4,1	7,1	- 2,7	- 8,2	11,1	2,5
quarto trimestre	- 1,7	0,3	3,2	- 7,9	1,5	1,6	- 1,1
1986 primo trimestre	0,3	3,6	.	- 1,2	.	.	- 7,8
Finanziamento del Tesoro⁴							
1985 primo trimestre	- 0,7	0,3	7,6	10,3	- 8,9	- 2,3	-
secondo trimestre	4,7	- 2,8	- 5,0	- 0,7	1,3	1,1	-
terzo trimestre	-21,6	- 3,0	2,0	1,1	4,6	-10,8	-
quarto trimestre	4,3	2,7	- 0,8	9,3	- 1,5	6,4	-
1986 primo trimestre	- 2,7	- 0,6	.	6,2	- 3,1	.	-
Operazioni di mercato della banca centrale⁵							
1985 primo trimestre	- 5,5	6,9	-12,3	- 1,1	-	14,0	- 7,7
secondo trimestre	- 1,4	0,9	- 4,4	0,4	-	0,9	0,8
terzo trimestre	9,6	0,8	0,8	2,0	-	- 2,8	- 2,0
quarto trimestre	10,6	2,5	2,7	2,9	-	2,7	12,1
1986 primo trimestre	- 5,0	- 2,6	.	3,2	-	.	- 7,5
Finanziamento della banca centrale al sistema bancario⁶							
1985 primo trimestre	- 6,1	- 1,1	- 1,2	0,0	0,1	-11,4	- 1,0
secondo trimestre	- 0,8	- 2,1	- 1,4	- 0,3	1,0	2,1	0,1
terzo trimestre	5,3	- 0,1	- 2,7	1,9	- 1,5	2,0	1,1
quarto trimestre	6,9	0,1	- 0,3	3,3	4,2	- 6,2	- 0,3
1986 primo trimestre	- 2,6	0,6	.	- 4,8	.	.	- 0,6

¹ Il segno (-) designa operazioni incidenti negativamente sulle riserve bancarie. ² Flussi al netto degli aggiustamenti di cambio, in parte stimati dalla BRI. Per Germania, Francia e Svizzera, basati sulle medie mensili dei dati giornalieri; per gli altri paesi, dati di fine mese. ³ Esclusi gli swaps di valute effettuati al fine di influenzare la liquidità bancaria. Per il Giappone, operazioni del Fondo Cambi. ⁴ Escluse determinate operazioni effettuate a fini di gestione del mercato monetario e, nel caso del Giappone, le operazioni del Fondo Cambi. Per i Paesi Bassi, depositi del Tesoro presso la banca centrale. ⁵ Swaps di valute, operazioni pronti contro termine su effetti e titoli, vendite e acquisti definitivi di titoli ed effetti sul mercato aperto, crediti speciali a tassi di mercato e depositi del Tesoro trasferiti sul mercato. Nel caso dell'Italia, comprende i crediti ai sindacati di sottoscrizione dei BOT. ⁶ Operazioni di anticipazione e (eccetto che per la Germania) di sconto. Nel caso della Francia, anticipazioni a tasso fisso meno le operazioni di sottrazione di liquidità.

Fonti: dati e definizioni nazionali.

In diversi paesi la struttura delle riserve obbligatorie è stata perfezionata o adattata in funzione della comparsa di nuovi tipi di passività bancarie. In generale è stato ridotto il costo della detenzione di riserve obbligatorie e in diversi casi è stata accresciuta l'incidenza sui depositi a fini transattivi, alleggerendo per contro i depositi a termine e a risparmio. Negli ultimi anni sono state attuate modifiche strutturali in Italia (1982), Stati Uniti (1982 e 1984), Canada (1983) e Francia (gennaio 1985). In Germania le riserve obbligatorie sono state ristrutturare con decorrenza dal maggio 1986 in modo da coprire le passività con scadenza fino

a due anni in forma di titoli al portatore. Ha potuto così essere autorizzata per la prima volta l'emissione di certificati di deposito da parte delle banche tedesche. Al tempo stesso sono stati ridotti e semplificati i coefficienti di riserva applicati ai depositi vincolati e a risparmio.

I fattori alla base dei cambiamenti. Tutte le banche centrali fanno ora uso di procedure discrezionali per influenzare i tassi di interesse a breve; esse impiegano tuttavia i nuovi strumenti a loro disposizione per rendere più flessibile la determinazione di tali tassi e per consentire interventi ufficiali attraverso il mercato. Il desiderio di maggiore flessibilità rispecchia fundamentalmente l'esigenza di assicurare un rapido adeguamento dei tassi a breve. Al tempo stesso si è mirato a trasmettere con maggiore esattezza gli intendimenti delle banche centrali circa i tassi di interesse ed a ridurre la pubblicità talvolta eccessiva che tradizionalmente si accompagna alle variazioni dei tassi ufficiali.

La flessibilità ha facilitato il conseguimento degli obiettivi monetari interni fondamentali, permettendo nel contempo alla politica dei tassi di interesse di contrastare le perturbazioni sui mercati finanziari e dei cambi. Data la forte reattività dei tassi di cambio fluttuanti alle aspettative del mercato circa il futuro orientamento delle politiche, i più recenti strumenti rendono possibili variazioni graduali dei tassi di interesse secondo modalità che consentono di tener conto della reazione del mercato. Gli strumenti tradizionali, come le modifiche del saggio di sconto, potrebbero quindi essere impiegati per impartire, all'occorrenza, segnali più forti al mercato. Nei paesi con obiettivi di tassi di cambio le nuove tecniche hanno anche facilitato il rapido adeguamento dei tassi del mercato monetario, come è stato talvolta necessario, specialmente nei periodi in cui erano presenti aspettative di riallineamenti valutari.

La maggiore flessibilità è stata altresì utilizzata al fine di controbattere i fattori di perturbazione che hanno reso più difficoltoso il controllo dell'offerta di riserve bancarie, come le variazioni erratiche di breve periodo delle disponibilità del Tesoro presso la banca centrale. In taluni casi i cambiamenti delle procedure sono stati attuati nel tentativo di impedire che i forti disavanzi pubblici e l'accumulo di titoli di Stato liquidi a breve termine da parte delle banche pregiudicassero il governo della moneta.

L'accresciuto ricorso delle banche centrali a strumenti quali le operazioni pronti contro termine è stato facilitato dalla crescita e dall'evoluzione dei mercati monetari. La tendenza ad un minore impiego di forme di finanziamento a tassi di interesse fissati amministrativamente si è accompagnata ad un accresciuto utilizzo di strumenti a tasso aggiustabile dal lato degli impieghi bancari.

La flessibilità nelle procedure operative sul mercato monetario e valutario. Il modo in cui agisce la flessibilità acquisita dalle procedure operative si è manifestato chiaramente nella complessa interazione avutasi lo scorso anno fra politica monetaria, tassi di interesse del mercato monetario e cambi fluttuanti.

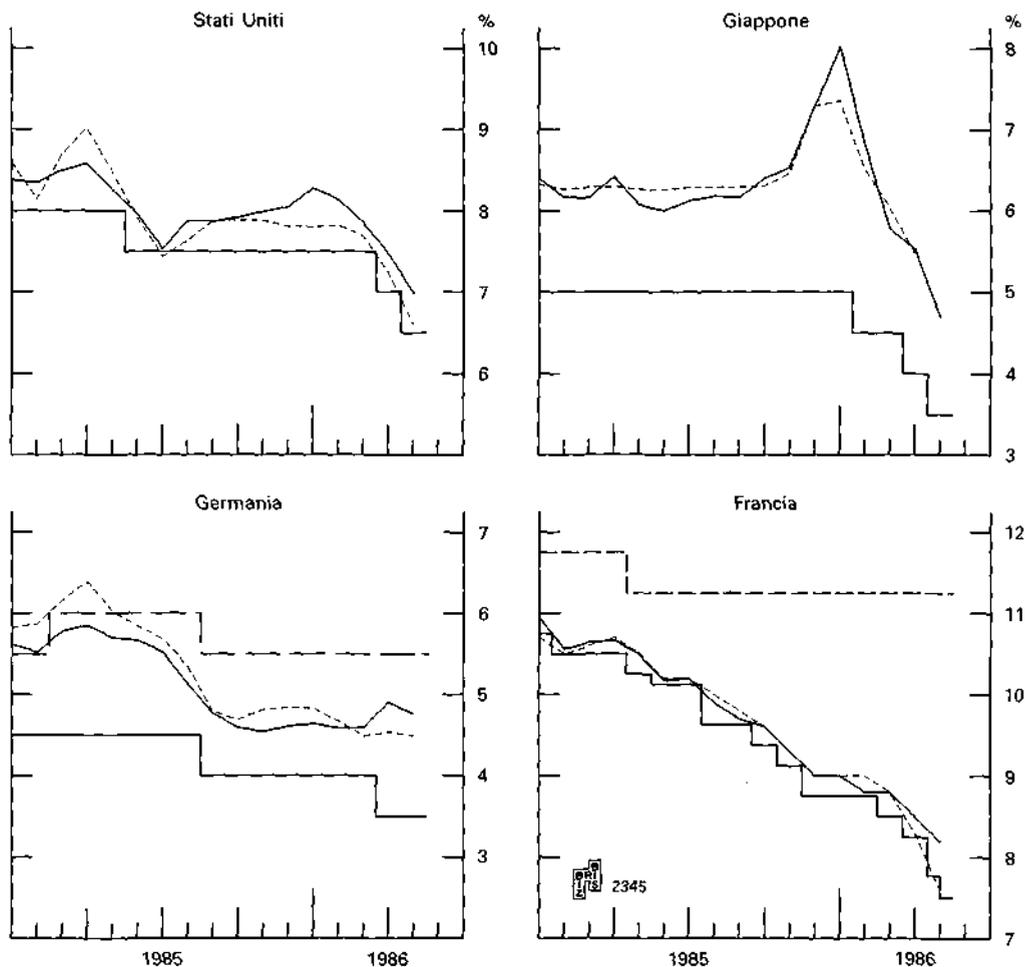
In molti paesi la politica monetaria influisce massimamente sui tassi del mercato monetario a brevissimo termine o sui tassi degli strumenti con scadenza fino a un mese, mentre i tassi a più lungo termine sono maggiormente influenzati dalle aspettative del mercato. Nel quadro delle procedure in atto negli Stati Uniti per la manovra delle *borrowed reserves* del sistema bancario il tasso sui *federal funds*

può subire sensibili variazioni in risposta alle aspettative del mercato di cambiamenti della politica monetaria. Talvolta le reazioni del mercato possono potenziare gli effetti dell'azione intrapresa dalla banca centrale. Agli inizi del 1985, tuttavia, l'aumento dei tassi del mercato monetario statunitense ha in larga parte rispecchiato l'anticipazione da parte del mercato di una reazione restrittiva della Riserva federale allo sconfinamento di M_1 dalla sua fascia-obiettivo.

A quell'epoca, nei paesi europei l'ulteriore forte apprezzamento del dollaro minacciava di accrescere le spinte inflazionistiche e costituiva chiaramente un fattore di preoccupazione per le autorità monetarie. In tali circostanze in quasi tutti i paesi i rendimenti obbligazionari sono stati temporaneamente sospinti verso l'alto, benché in molti casi i tassi a breve del mercato monetario siano rimasti invariati. In

Tassi ufficiali e interbancari; 1985-86

- saggio ufficiale di sconto¹
- tasso del mercato monetario a brevissimo termine
- - - tasso interbancario a 3 mesi²
- tasso sulle anticipazioni della Bundesbank
- - - tasso sulla "pensione" a 7 giorni di buoni del Tesoro presso la Banca di Francia



¹ Per la Francia, acquisti ufficiali di strumenti privati a breve.

² Per gli Stati Uniti, certificati di deposito a tre mesi.

Germania, ad esempio, dove nel gennaio 1985 sono state introdotte nuove procedure di mercato monetario, i tassi a brevissimo termine sono rimasti alquanto stabili e prossimi ai tassi applicati dalla Bundesbank nell'offerta di liquidità bancaria mediante le operazioni pronti contro termine.

Negli Stati Uniti durante la primavera dello scorso anno si sono accresciuti i timori di un possibile arresto della ripresa economica e, in seguito alla riduzione del tasso ufficiale di sconto nel marzo, il tasso sui *federal funds* è calato fino a portarsi al nuovo livello del saggio di sconto nel giugno successivo. I tassi di interesse sui certificati di deposito a tre mesi sono tuttavia scesi ancora più in basso, verosimilmente a causa delle aspettative del mercato di un ulteriore allentamento della politica monetaria.

Dal giugno in poi, con la flessione del dollaro nei confronti delle altre monete, la Riserva federale pare aver incoraggiato un progressivo consolidamento del tasso sui *federal funds*. In Germania la Bundesbank ha tenuto conto degli sviluppi positivi sul fronte dei prezzi e di un certo rafforzamento del marco nel favorire un calo dei tassi di interesse a breve, riducendo gradualmente i tassi applicati sulle operazioni temporanee sul mercato monetario. In luglio, allorché i tassi a breve si situavano nella metà inferiore della fascia delimitata dal saggio di sconto e dal tasso sulle anticipazioni, questi tassi ufficiali sono stati abbassati al fine di dare spazio ad ulteriori flessioni dei tassi del mercato monetario. Con l'offerta di liquidità mediante operazioni temporanee in titoli con scadenza fino a due mesi, la Bundesbank ha potuto minimizzare il bisogno di operazioni di *fine tuning*, almeno fino a che i mercati dei cambi non sono divenuti nuovamente instabili in agosto e settembre. Nel periodo da gennaio ad agosto la Banca del Giappone ha continuato a manovrare l'offerta di riserve bancarie attraverso la vendita di titoli a breve e l'erogazione di credito in modo da stimolare una risposta flessibile del tasso sul denaro a vista all'andamento dei mercati dei cambi.

Il principale cambiamento nella politica dei tassi a breve dopo l'accordo di settembre del Gruppo dei Cinque ha avuto luogo in Giappone, dove le procedure operative sono state applicate al fine di incoraggiare un deciso aumento dei tassi del mercato monetario. I tassi di interesse sui crediti all'economia interna sono tuttavia rimasti parzialmente isolati, in quanto il saggio di sconto si è mantenuto invariato. In Germania la Bundesbank ha ulteriormente risposto al mutare delle condizioni sul mercato dei cambi variando opportunamente le proprie procedure operative, ossia invitando a sottoporre offerte di acquisto a determinati tassi ogniqualvolta è parso opportuno fornire al mercato chiari segnali circa il livello desiderato dei tassi di interesse. L'andamento di questi ultimi in Germania è rimasto per lo più coerente con gli obiettivi monetari interni, sebbene il profilo temporale delle variazioni sia stato palesemente influenzato da fattori esterni.

In Francia, dove il miglioramento della situazione economica interna e dei conti con l'estero ha determinato spinte al rialzo sul franco, le autorità hanno mantenuto la moneta francese entro la fascia di oscillazione dello SME accettando un forte incremento netto delle attività ufficiali sull'estero ed abbassando gradualmente il tasso-chiave applicato agli acquisti di strumenti di emittenti privati di prim'ordine da parte della Banca di Francia. Il tasso pubblicato per le operazioni temporanee con scadenza a sette giorni su titoli del Tesoro effettuate a fronte di una

facilitazione permanente presso la Banca di Francia — l'unico canale restante attraverso il quale le banche possono ottenere liquidità dall'istituto di emissione su loro iniziativa — non ha subito variazioni, cosicché esso ha presentato uno scarto positivo via via crescente rispetto ai tassi del mercato monetario.

Nei primi mesi del 1986 in Giappone i tassi di mercato in tutta la gamma di scadenze hanno seguito la diminuzione del tasso del denaro a vista; in Germania anche i rendimenti obbligazionari hanno segnato una flessione. Benché l'abbassamento del saggio di sconto deciso dalla Bundesbank nel marzo di quest'anno non abbia comportato un calo immediato di entità equivalente nei tassi del mercato monetario interno, esso potrebbe avere un impatto sul costo dei crediti bancari, ed ha comunque fornito un segnale importante al mercato. Il provvedimento è stato prontamente seguito da riduzioni del saggio di sconto in Giappone, negli Stati Uniti e nei Paesi Bassi e da un'ulteriore diminuzione del tasso delle operazioni ufficiali sul mercato monetario in Francia. A breve distanza di tempo i tassi ufficiali sono stati ridotti anche in Italia, Regno Unito, Svezia, Canada, Belgio, Irlanda e Portogallo. In Giappone e in Francia le autorità hanno adottato nuove forme tecniche per influenzare più direttamente i tassi di interesse sul mercato aperto, in particolare quelli sui certificati di deposito, al fine di assicurare la rapida diffusione attraverso i mercati monetari degli impulsi impartiti con la manovra dei tassi ufficiali. Nell'ultima parte di aprile negli Stati Uniti e in Giappone è stato ulteriormente abbassato il tasso ufficiale di sconto.

I problemi che persistono nella gestione del mercato monetario. In alcuni paesi, dove i cambiamenti introdotti nelle procedure di mercato monetario rientrano nel quadro dell'azione tesa a contenere le pressioni sulla creazione di moneta derivanti dagli ampi disavanzi pubblici, vi è l'esigenza di provvedimenti più di fondo al fine di ridurre l'entità di tali disavanzi. Per evitare un'eccessiva creazione di base monetaria in presenza di ampi squilibri delle finanze pubbliche è necessaria l'adozione di meccanismi che rendano i tassi di interesse del debito pubblico sensibili alle pressioni sul finanziamento del disavanzo. Possono altresì essere necessarie disposizioni che limitano efficacemente l'accesso del Tesoro al credito della banca centrale. In Italia, il "divorzio" intervenuto nel 1981 fra la copertura del fabbisogno statale e la conduzione della politica monetaria ha contribuito, assieme ai miglioramenti apportati alle procedure ed agli strumenti di finanziamento, a creare le condizioni per un efficace controllo monetario nel breve periodo. Tuttavia, il limite del conto corrente del Tesoro presso la Banca d'Italia continua ad aumentare automaticamente di anno in anno con il dilatarsi della spesa pubblica.

In Belgio, da diversi anni lo Stato viene finanziato indirettamente dalla Banca Nazionale attraverso il *Fonds des Rentes*, un'istituzione pubblica indipendente che ha potuto acquisire titoli di Stato speciali attingendo alla linea di credito di cui dispone presso la banca centrale. In questo paese non sono in vigore coefficienti di riserva obbligatoria e le banche, avendo accumulato ampie disponibilità di titoli di Stato rimborsabili con breve termine di preavviso, attualmente hanno un bisogno assai limitato di ricorrere al finanziamento della banca centrale. In tali circostanze la Banca Nazionale mantiene il controllo sui tassi di interesse a breve termine unicamente grazie alla facoltà di stabilire i tassi di interesse sui titoli a breve del Tesoro. Nel Regno Unito, per contro, la pratica seguita negli ultimi anni di finanziare in eccesso il fabbisogno statale (*overfunding*)

ha drenato il mercato dei buoni del Tesoro, facendo dipendere l'offerta di riserve bancarie da acquisti su vasta scala di effetti privati da parte della Banca d'Inghilterra. E' possibile che tale pratica abbia avuto un impatto alquanto limitato sulla struttura per scadenze dei tassi di interesse; esso ha comunque originato una serie di difficoltà tecniche. A partire dallo scorso ottobre l'obiettivo prammatico è stato di coprire giusto il fabbisogno statale per l'intero esercizio finanziario con vendite di titoli di Stato al di fuori del sistema bancario.

In alcuni casi le misure adottate per introdurre una maggiore flessibilità nella determinazione dei tassi di interesse a breve non hanno operato come previsto. Nel Regno Unito, ad esempio, il proposito, affermato in occasione della riforma del mercato monetario del 1981, di lasciare maggiormente la determinazione dei tassi di interesse all'azione delle forze di mercato non ha sempre potuto essere realizzato in presenza del finanziamento in eccesso del fabbisogno statale. Lo scorso anno il ritorno alla pratica di equilibrare il mercato monetario con erogazione ufficiale di credito ha palesato il riconoscimento da parte delle autorità del bisogno di esercitare all'evenienza una maggiore azione di guida sul mercato nel segmento a brevissimo termine. D'altro canto, si può ritenere che i meccanismi convenzionali ancora in vigore in alcuni paesi, dove i tassi fondamentali del credito della banca centrale restano al disotto dei tassi a breve del mercato monetario, ritardino un flessibile aggiustamento verso il basso dei tassi di interesse. In taluni paesi, fra cui Giappone e Regno Unito, le restrizioni sulle categorie di strumenti che la banca centrale può acquistare o accettare in garanzia hanno talvolta ostacolato l'azione delle autorità volta a far sentire la loro influenza su importanti settori del mercato monetario in cui esse non operano direttamente.

Negli Stati Uniti è diminuita di molto la variabilità dei tassi di interesse a partire dalla fine del 1982, allorché la Riserva federale abbandonò la pratica di fissare un obiettivo stringente per le riserve bancarie proprie (*non-borrowed reserves*), che comportava una risposta automatica dei tassi di interesse ad una deviazione di M_1 rispetto al suo obiettivo. La procedura basata su obiettivi in termini di *borrowed reserves* consente alla Riserva federale di esercitare una ben maggiore discrezionalità nella manovra dei tassi a breve. Tuttavia, il tasso dei *federal funds* ha potuto muoversi liberamente, anche in assenza di variazioni degli obiettivi ufficiali per le *borrowed reserves*, in funzione della diversa propensione delle banche a provvedersi di fondi. Ad esempio, un aumento del tasso dei *federal funds* nell'estate del 1984, ha in parte rispecchiato la reazione delle banche a taluni segni di fragilità nel sistema finanziario. Nel 1985, invece, è risultato alquanto ristretto il margine entro cui le aspettative del mercato hanno potuto riflettersi sul tasso dei *federal funds* in quanto quest'ultimo è stato sorretto dal tasso di sconto per gran parte dell'anno.

In alcuni paesi, fra cui Giappone, Francia e Svezia, dove le procedure della banca centrale sono state adeguate al perdurante processo di deregolamentazione e di innovazione finanziaria, si potranno rendere necessari ulteriori cambiamenti nelle tecniche operative in seguito allo sviluppo di nuovi strumenti ed alla maggiore integrazione dei mercati. In Svizzera è probabile che in un prossimo futuro la modifica proposta per il sistema di compensazione determini una variazione nella domanda di moneta della banca centrale rettificata, l'aggregato adottato come obiettivo dalla Banca Nazionale. E' possibile tuttavia che difficoltà di questo genere risultino puramente transitorie.

I vincoli gravanti sulla politica monetaria

Molte delle difficoltà cui la politica monetaria ha dovuto far fronte negli ultimi anni derivano dagli ampi disavanzi del settore pubblico. In alcuni casi i deficit sono strutturali, e gli sforzi compiuti per ridurli hanno lasciato un margine ridotto per l'impiego della politica fiscale al fine di stabilizzare l'economia.

Gli ampi squilibri delle finanze pubbliche possono pregiudicare l'efficacia del controllo monetario sia nel breve che nel lungo periodo. In taluni paesi dove i disavanzi sono particolarmente ingenti (Italia, Belgio, Spagna, Grecia e Irlanda) le difficoltà nella conduzione della politica monetaria sono state causate dalla mancanza di limiti stringenti al finanziamento del disavanzo statale da parte della banca centrale, oppure dalla riluttanza del Tesoro ad offrire adeguati rendimenti sui titoli di Stato. In altri casi il mutare delle aspettative circa la misura in cui l'indebitamento del settore statale poteva influire sull'espansione monetaria ha esercitato pressioni sui tassi di cambio. In generale, tuttavia, il problema principale è derivato dalle spinte esercitate sui tassi di interesse dagli ampi disavanzi attuali e previsti in un contesto in cui la politica monetaria dava priorità al controllo dell'inflazione.

I problemi della politica monetaria sono stati aggravati dagli sviluppi sui mercati dei cambi. Un importante insegnamento tratto negli ultimi anni dall'esperienza dei tassi di cambio fluttuanti riguarda la misura in cui i fattori esterni possono influenzare e vincolare la politica monetaria, anche in economie di grandi dimensioni. Nel 1985 ciò è emerso chiaramente in diversi casi. Vi sono tre ragioni per cui è necessario tener conto in misura crescente delle conseguenze della politica monetaria in termini di tassi di cambio. La prima è la maggiore mobilità internazionale dei capitali, determinata dall'ulteriore liberalizzazione dei mercati monetari e finanziari nazionali e dall'accresciuta sostituibilità delle attività finanziarie internazionali denominate in differenti valute. Ciò comporta che i mercati interni dei capitali sono più esposti all'influsso degli sviluppi in atto su quelli esteri. Le politiche monetarie e fiscali attuate all'estero hanno un impatto sempre maggiore sulle condizioni finanziarie interne. Di conseguenza, la combinazione di politica monetaria e politica fiscale in atto in alcune grandi economie può modificare in modo sostanziale, attraverso i suoi effetti sui tassi di cambio, l'insieme delle scelte a disposizione delle autorità degli altri paesi. Una maggiore integrazione finanziaria implica una maggiore interdipendenza delle politiche.

La seconda ragione per cui è necessario prestare una più grande attenzione alle implicazioni esterne della politica monetaria è il fatto che, negli ultimi anni, si sono avuti movimenti dei tassi di cambio più ampi di quanto sembrasse giustificato dalle determinanti fondamentali di lungo periodo. Il rischio di una reazione abnorme dei tassi di cambio ad aggiustamenti delle politiche può talvolta frenare o ritardare tali aggiustamenti. Negli ultimi anni in larga misura i movimenti dei tassi di cambio delle principali monete non si sono associati a corrispondenti movimenti dei prezzi relativi; i movimenti dei tassi di cambio nominali hanno cioè comportato ampie variazioni nei tassi di cambio reali. Pur ammettendo la difficoltà di base di sapere quale sia il tasso di cambio "giusto" o "appropriato" di una data moneta, questa esperienza e la consapevolezza dell'influsso determinante esercitato sul tasso di cambio dai cambiamenti nelle aspettative del mercato pongono un serio vincolo alla politica monetaria. Questo vincolo è stato certamente uno dei fattori alla base del

cauto approccio seguito dagli Stati Uniti nell'aggiustare i tassi del mercato monetario ed il tasso ufficiale di sconto a partire dalla metà del 1985, nonché della manovra dei tassi di interesse a breve attuata in Giappone nel mese di ottobre dopo l'accordo del Gruppo dei Cinque. La maggiore reattività dei movimenti di capitali ai differenziali di interesse ed alle aspettative del mercato di cambiamenti delle politiche ha reso le autorità assai più attente alle conseguenze di mutamenti anche modesti nell'orientamento della politica monetaria.

La terza ragione per tenere in maggior conto l'impatto esterno della politica economica in generale è l'accresciuta consapevolezza delle conseguenze cumulative e di più lungo periodo prodotte sull'economia reale dal perdurare di un assetto distorto dei tassi di cambio. Le forti variazioni dei rapporti di cambio reali fra le principali monete hanno considerevolmente modificato l'impiego e l'allocazione di risorse reali. I costi dell'aggiustamento in siffatte circostanze possono essere assai elevati. Negli Stati Uniti la ridotta competitività dell'economia e l'ingente disavanzo commerciale hanno comportato serie difficoltà per i settori esposti alla concorrenza internazionale. Ciò ha a sua volta condotto ad un'accresciuta sensibilità politica nei confronti dei cambiamenti della politica economica in generale e ad un più intenso dibattito politico circa l'orientamento delle autorità monetarie. Analogamente, la perdita di competitività dell'economia giapponese, che si è accompagnata all'apprezzamento dello yen a partire dalla primavera del 1985, e il suo notevole impatto potenziale sul commercio estero del Giappone hanno fatto convergere l'attenzione su quei cambiamenti delle politiche che possono ripercuotersi sui tassi di cambio.

E' innegabile che la maggiore mobilità dei capitali associata all'ulteriore integrazione dei mercati internazionali dei capitali ha condotto ad una maggiore interdipendenza delle politiche a livello mondiale. Il contesto in cui opera la politica monetaria ha subito profondi cambiamenti negli ultimi anni in conseguenza della rimozione di diverse barriere alla circolazione internazionale dei capitali, del perdurante processo di deregolamentazione e di innovazione finanziaria, nonché della diversificazione del portafoglio finanziario da parte di molte categorie di investitori. Anche la diversità esistente fra le economie maggiori nelle combinazioni di politica monetaria e fiscale ha contribuito alla forte instabilità dei mercati valutari ed ai movimenti abnormi dei tassi di cambio. Poiché la politica fiscale ha perduto gran parte della sua precedente flessibilità, vi è il rischio che vengano riposte eccessive aspettative nella politica monetaria. Quest'ultima non può essere impiegata per conseguire al tempo stesso l'equilibrio sia interno che esterno ed obiettivi sia a breve che a lungo termine. Nelle economie maggiori è necessario mantenere sul piano interno un appropriato quadro di riferimento per le aspettative inflazionistiche di lungo periodo, anche dopo i significativi successi conseguiti negli ultimi anni sul fronte dell'inflazione. Il controllo della quantità di moneta continua a fornire il necessario ancoraggio per l'evoluzione a lungo termine del potere d'acquisto della moneta.

VII. IL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

Aspetti salienti

L'evento che ha dominato il panorama monetario internazionale nel periodo sotto rassegna è che, dopo quasi cinque anni di aumento pressoché ininterrotto, il dollaro ha raggiunto un punto di svolta nel febbraio 1985, per poi deprezzarsi fortemente nei mesi successivi. Questa inversione di tendenza non è dovuta soltanto all'agire spontaneo delle forze di mercato, ma è stata influenzata in misura considerevole dal ruolo molto più attivo svolto dalle autorità sul mercato dei cambi. Il passaggio ad una politica di partecipazione attiva — che comprende interventi ufficiali coordinati a livello internazionale, un'azione di orientamento verbale dei tassi di cambio e un maggior peso attribuito al fattore tasso di cambio nella formulazione della politica interna — ha rappresentato un notevole cambiamento negli atteggiamenti delle autorità, particolarmente negli Stati Uniti.

Oltre a descrivere gli andamenti del mercato dei cambi che hanno portato agli interventi coordinati avviati alla fine di febbraio e nel settembre 1985, nonché l'impatto che queste politiche hanno avuto, a loro volta, sui mercati stessi, questo capitolo tratta alcune questioni più generali, che riguardano il ruolo e l'efficacia degli interventi ufficiali e il funzionamento dell'attuale sistema di cambi fluttuanti.

Un altro aspetto degno di nota è stato il progresso registrato lo scorso anno dal Sistema monetario europeo (SME) verso la realizzazione di "una zona di stabilità monetaria in Europa". I tassi di inflazione dei paesi membri hanno mostrato una pronunciata tendenza a convergere verso il basso, che ha permesso al meccanismo dello SME di sopportare più agevolmente la brusca inversione di corso del dollaro sui mercati dei cambi, senza essere soggetto a contraccolpi dirompenti.

Per quel che riguarda gli sviluppi in materia di liquidità internazionale, il mercato dell'oro non ha pressoché risentito né della debolezza del dollaro né delle tensioni politiche in Sudafrica. Il prezzo dell'oro ha mostrato una certa ripresa in termini di dollari, ma è nettamente diminuito in termini della maggior parte delle altre principali monete.

A causa degli ingenti afflussi di capitali privati negli Stati Uniti, nel 1985 l'ampio e crescente disavanzo delle partite correnti USA non ha agito come fattore di espansione delle riserve. Il fatto che lo scorso anno le attività di riserva ufficiali, espresse in dollari USA, abbiano mostrato comunque un aumento piuttosto considerevole è dovuto per lo più al forte apprezzamento del valore in dollari delle attività di riserva detenute in altre monete e all'accumulazione di riserve da parte degli Stati Uniti. D'altro canto, le riserve detenute negli USA sono diminuite, e la quota del dollaro sul totale delle riserve valutarie ufficiali ha registrato un considerevole calo.

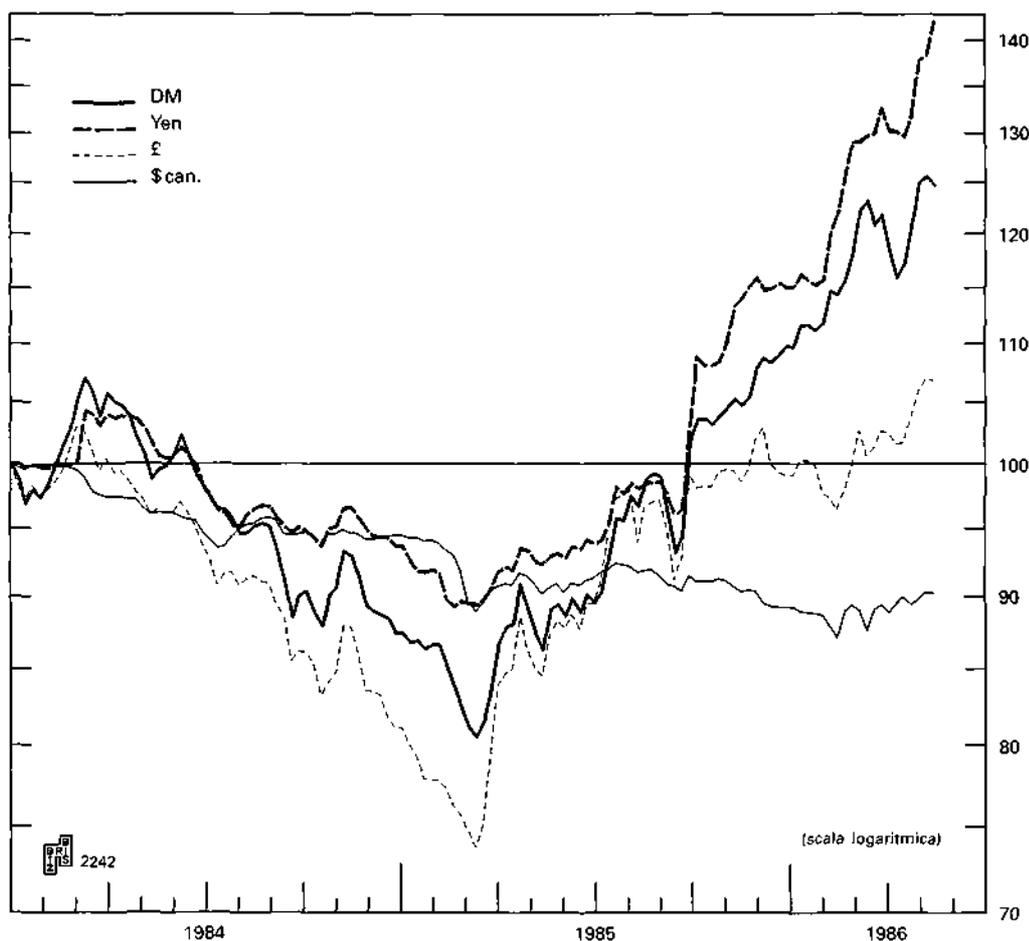
Gli andamenti generali dei tassi di cambio

Le monete fluttuanti. Nel periodo sotto rassegna, sui mercati dei cambi si sono avuti tre aspetti di rilievo: in primo luogo, un approccio molto più attivo da

parte delle autorità nella gestione dei tassi di cambio; in secondo luogo, il consistente deprezzamento del dollaro rispetto alle altre principali monete, che il mutato atteggiamento delle autorità ha contribuito a determinare e, in terzo luogo, il fatto che questo aggiustamento nei rapporti di cambio sia avvenuto in modo ordinato, come è messo in evidenza dal costante calo dei tassi di interesse sul dollaro fino alla primavera del 1986. Dopo una fase di apprezzamento durata cinque anni, il tasso di cambio effettivo del dollaro USA è diminuito del 30% fra la fine di febbraio 1985 e metà maggio 1986, e il suo deprezzamento nei confronti di alcune principali monete è stato di quasi il 40%. Questa inversione di tendenza e il conseguente calo del dollaro sono stati sostenuti da diversi fattori di fondo nell'evoluzione dell'economia statunitense: gli ampi e crescenti disavanzi delle partite correnti a partire dal 1983, un indebolimento della crescita economica da metà 1984, una politica monetaria più accomodante e la tendenza calante dei tassi di interesse USA. Tuttavia, questi sviluppi si sono fatti sentire con un discreto ritardo sui mercati dei cambi. Soltanto dopo che le autorità monetarie degli Stati Uniti e degli altri maggiori paesi industriali avevano pubblicamente affermato che era necessaria una svalutazione del dollaro, e avevano concretamente appoggiato tale affermazione con interventi coordinati sui mercati dei cambi, verso la fine del 1985 i suddetti fattori fondamentali hanno iniziato a rispecchiarsi negli andamenti spontanei dei tassi di cambio.

Il 17 gennaio 1985 i Ministri delle Finanze e i Governatori delle banche centrali dei cinque maggiori paesi industriali hanno riaffermato il proprio impegno ad effettuare, all'occorrenza, interventi coordinati sul mercato dei cambi. A questo annuncio hanno fatto seguito, poco tempo dopo, vendite ufficiali di dollari, ma poiché vi erano scarse indicazioni di un'azione di intervento coordinata su vasta scala, sui mercati è prevalso un atteggiamento di scetticismo circa la determinazione delle autorità di moderare la straordinaria forza del dollaro. Sorretto da differenziali di tassi di interesse crescenti in suo favore, il dollaro è fortemente aumentato ancora una volta in febbraio. A quel punto, in un clima di mercato sempre più euforico nei confronti della moneta americana, il tasso di cambio del dollaro aveva raggiunto livelli chiaramente insostenibili che, aggravando gli squilibri esistenti, non potevano che provocare una instabilità ancora maggiore in futuro. E' stata allora predisposta un'azione di intervento ufficiale coordinato su vasta scala, guidata dalla Deutsche Bundesbank, ma in questa occasione con un certo sostegno delle autorità monetarie USA. Tra la riunione di gennaio del Gruppo dei Cinque e il 1° marzo, le vendite di dollari da parte dei paesi del Gruppo dei Dieci sono ammontate a circa \$10 miliardi. La maggior parte delle vendite è stata effettuata dalle banche centrali europee, mentre l'intervento degli USA è ammontato a \$0,7 miliardi. Quest'azione ha permesso che si ristabilisse un mercato con movimenti in ambedue le direzioni. Inoltre, essa è stata sorretta dai dati che indicavano un rallentamento della crescita negli Stati Uniti e da alcune difficoltà sul mercato finanziario interno che, si riteneva, avrebbero precluso qualsiasi inasprimento della politica monetaria USA. Fra il 26 febbraio, poco prima dell'inizio degli interventi ufficiali, e il 19 aprile 1985, il tasso di cambio effettivo del dollaro è diminuito del 10%. Su base bilaterale, il deprezzamento più pronunciato si è avuto nei confronti della sterlina e del marco tedesco, con il 18 e 14% rispettivamente; rispetto allo yen, che in precedenza era risultato meno debole di alcune valute europee, il dollaro ha perso solo il 6%.

Andamento dei tassi di cambio bilaterali di alcune monete rispetto al dollaro USA; 1984-86
Medie settimanali, fine 1983=100



Nei due mesi e mezzo successivi il dollaro ha fluttuato fortemente con movimenti giornalieri alquanto ampi e senza una tendenza definita. Mentre i tassi di interesse USA stavano chiaramente scendendo, compreso un calo di mezzo punto del tasso di sconto della Riserva federale deciso il 20 maggio, una rapida espansione degli aggregati monetari USA ha fatto sorgere dubbi sulla probabilità di ulteriori riduzioni. Nello stesso tempo, anche i tassi di interesse negli altri paesi stavano diminuendo, quantunque in misura minore.

A luglio il dollaro ha iniziato nuovamente ad indebolirsi. Anche se a quel punto i tassi di interesse sul dollaro si erano temporaneamente stabilizzati, la traslazione verso l'alto della base di riferimento per la crescita degli aggregati e la fissazione di una più ampia fascia-obiettivo, decise dalla Riserva federale il 17 luglio, sono parse confermare le aspettative di un mantenimento dell'indirizzo accomodante della politica monetaria USA. Inoltre, i crescenti disavanzi della bilancia commerciale e delle partite correnti, la loro influenza depressiva sull'economia interna ed il connesso rafforzamento delle pressioni protezionistiche hanno fatto

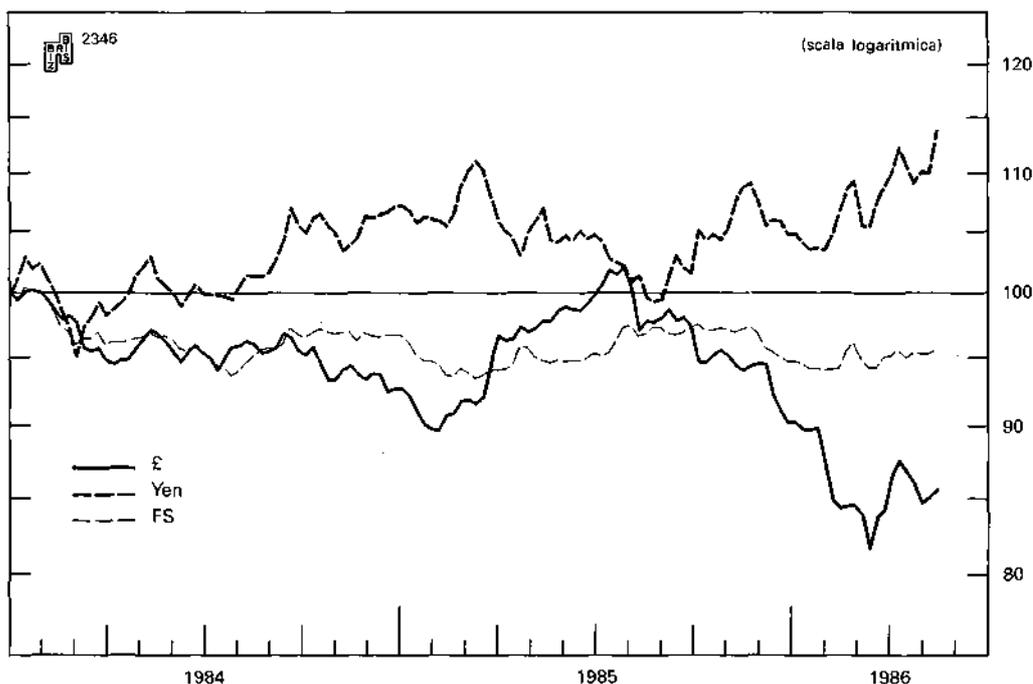
ritenere che le autorità USA avrebbero visto con favore un ulteriore indebolimento del dollaro. In tale contesto, tra inizio luglio e fine agosto, il tasso di cambio effettivo reale del dollaro è diminuito del 6,5%, deprezzandosi del 15% rispetto al massimo raggiunto tra fine febbraio e inizio marzo. Diverse banche centrali europee si sono avvalse della relativa debolezza del dollaro per ricostituire le proprie riserve valutarie e per far scendere i tassi di interesse. Il 16 agosto la Bundesbank ha diminuito di mezzo punto percentuale il tasso di sconto e quello sulle anticipazioni e nel Regno Unito, il 15 e il 29 luglio, sono stati ridotti di mezzo punto percentuale i tassi attivi di base delle *clearing banks*.

A fine agosto, tuttavia, indicatori economici USA più confortanti, un certo miglioramento della bilancia commerciale e un ampliamento dei differenziali di tasso di interesse a favore degli Stati Uniti hanno portato ad una brusca ripresa del dollaro, e la sua quotazione rispetto al marco, ad esempio, è aumentata di circa l'8% nell'arco di tre settimane. Anche se in seguito, verso metà settembre, il dollaro si è un po' indebolito, fondamentalmente la sua posizione è rimasta stabile. Nel frattempo le pressioni protezionistiche trovavano crescente sostegno in seno al Congresso USA. In tali circostanze i Ministri delle Finanze e i Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Cinque si sono incontrati a New York, il 22 settembre, su iniziativa degli Stati Uniti, per una riconsiderazione delle politiche.

Le intese e gli accordi raggiunti in occasione di tale riunione sono andati ben al di là dei precedenti sforzi di coordinamento in materia di tassi di cambio e, in particolare, hanno preannunziato una importante svolta nell'atteggiamento della politica USA. In primo luogo, le autorità hanno infine ammesso pubblicamente che

Andamento dei tassi di cambio bilaterali di alcune monete rispetto al marco tedesco;
1984-86

Medie settimanali, fine 1983=100



gli squilibri esterni, in particolare l'ampio e ancora crescente disavanzo delle partite correnti USA, costituivano una fonte di potenziali problemi per l'economia mondiale. In secondo luogo, hanno riconosciuto non soltanto che i tassi di cambio dovevano avere un ruolo nell'aggiustare gli squilibri esterni ma che, per poterlo fare, essi dovevano anche riflettere le condizioni economiche di base meglio di quanto non l'avessero fatto fino ad allora. In terzo luogo, come conseguenza logica di questa convergenza di vedute, si è convenuto che era auspicabile un ulteriore ordinato apprezzamento delle altre principali monete rispetto al dollaro. Infine, i cinque paesi hanno sottolineato la loro disponibilità a cooperare più strettamente per incoraggiare tale aggiustamento. Anche se la forma specifica di questa cooperazione non è stata esplicitata, gli interventi sui mercati dei cambi ne facevano evidentemente parte. Il giorno seguente è stato riferito che le autorità statunitensi si sarebbero dichiarate pronte ad intervenire anche in assenza di un andamento disordinato dei mercati.

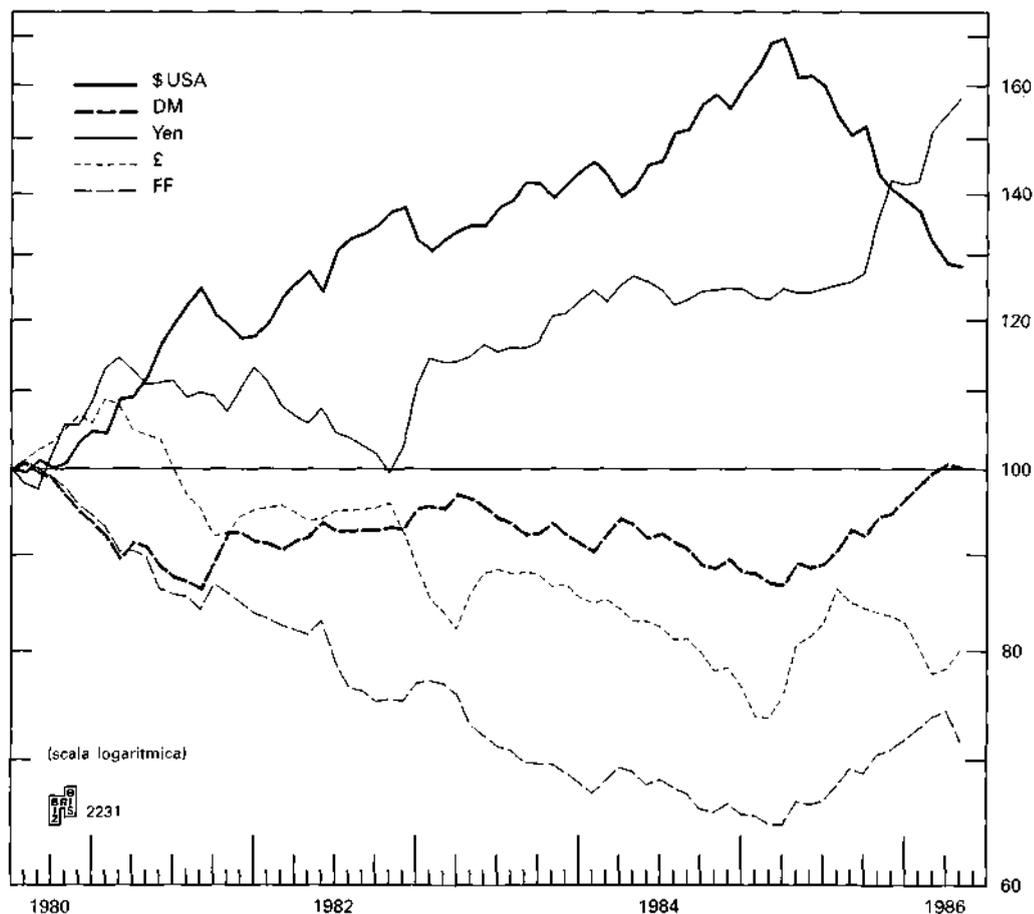
Questa dimostrazione di unanimità d'intenti e di risolutezza da parte delle autorità ha colto di sorpresa i mercati dei cambi. Il 23 settembre, immediatamente dopo l'apertura dei mercati europei e prima ancora dell'inizio degli interventi coordinati delle banche centrali, il dollaro ha registrato la flessione giornaliera più marcata dal marzo del 1973, di quasi il 6% nei confronti della maggior parte delle principali monete. Questo deprezzamento è stato confermato il giorno successivo, quando il mercato di Tokio ha ripreso la sua attività dopo un giorno festivo e la Banca del Giappone ha dato avvio alle operazioni di intervento più incisive degli ultimi anni. Questi interventi in vendita e quelli successivi hanno fatto diminuire il dollaro del 12, 10 e 6% nei confronti, rispettivamente, dello yen, del marco tedesco e della sterlina nello spazio di due settimane.

Non sorprende che sia occorso un certo tempo prima che i mercati cogliessero appieno la portata del cambiamento nell'atteggiamento delle autorità. Conseguentemente, nel mese di ottobre l'impegno delle banche centrali per la causa comune è stato messo alla prova in diverse occasioni, ma le rinnovate spinte al rialzo sul dollaro sono state arginate con continui interventi. Nel periodo compreso tra l'accordo di settembre del Gruppo dei Cinque e l'inizio di novembre, le vendite totali concertate di dollari da parte delle banche centrali sono ammontate a \$13 miliardi. Determinante per il successo dell'operazione è stato il fatto che, in questi interventi, gli Stati Uniti hanno assunto per la prima volta un ruolo primario, vendendo \$3 miliardi, di cui parte sui mercati dell'Estremo Oriente. Le vendite di dollari da parte della Banca del Giappone sono ampiamente rispecchiate dalla diminuzione di oltre \$2 miliardi delle riserve valutarie giapponesi nei due mesi che terminano alla fine di ottobre. Inoltre, nell'ultima parte di questo mese, la Banca del Giappone ha sottolineato il suo impegno a favore di un rafforzamento dello yen, inducendo uno spostamento verso l'alto dei tassi di interesse giapponesi, sebbene tale manovra fosse tutt'altro che desiderabile sul piano dell'economia interna. Questa dimostrazione di risolutezza da parte delle autorità ha infine inciso sulle aspettative del mercato e, in novembre, il dollaro ha ripreso a deprezzarsi senza bisogno di ulteriori ampie vendite ufficiali.

Agli inizi di dicembre il corso del dollaro era sceso a DM 2,5 e yen 200 e, nei confronti della sterlina, a \$1,50. Mentre i tassi di interesse USA a lungo termine continuavano la loro discesa, a metà dicembre i tassi di interesse giapponesi hanno

Andamento dei tassi di cambio effettivi di alcune monete; 1980-86

Medie mensili, giugno 1980=100



iniziato a calare in tutti i segmenti del mercato, in conseguenza di un cauto mutamento di tendenza nella politica dei tassi di interesse. I mercati hanno mostrato di ritenere che le autorità monetarie dei paesi del Gruppo dei Cinque fossero paghe, per il momento, della correzione intervenuta sul mercato dei cambi. Mentre riemergevano tensioni all'interno del meccanismo di cambio dello SME, il calo del dollaro si arrestava fino a metà gennaio 1986.

Tuttavia, sulla scia della riunione del Gruppo dei Cinque, tenutasi a Londra il 18 e 19 gennaio 1986, le dichiarazioni ufficiali statunitensi e giapponesi, secondo cui un'ulteriore diminuzione del dollaro non sarebbe stata inaccettabile o addirittura avrebbe potuto essere gradita, hanno innescato un nuovo cambiamento nella tendenza del mercato. Un fattore che ha contribuito al rinnovato calo del dollaro è stato il crollo dei prezzi del petrolio, del quale si riteneva avrebbero beneficiato in misura maggiore le bilance dei pagamenti tedesca e giapponese che non quella statunitense. Inoltre, le migliori prospettive in termini di inflazione negli Stati Uniti, in conseguenza del calo dei prezzi del petrolio, hanno alimentato le aspettative di una flessione dei tassi di interesse sul dollaro. E' in tali circostanze che, verso la fine di gennaio, il dollaro ha iniziato ancora una volta a deprezzarsi in misura notevole

nei confronti di yen, marco tedesco e franco svizzero, e il calo è continuato per quasi tutto il mese di febbraio sotto l'influsso dei dati mediocri sul commercio estero statunitense e dei rendimenti calanti sul mercato finanziario USA. In considerazione della nuova fase di debolezza del dollaro, il 30 gennaio la Banca del Giappone ha ritenuto di poter abbassare di mezzo punto percentuale il tasso di sconto, che non era stato modificato da oltre due anni per ragioni connesse al tasso di cambio. Nel periodo fra l'ultima parte di gennaio ed i primi di marzo, il dollaro ha perso il 12% rispetto allo yen e l'11% rispetto al marco e al franco svizzero, mentre non ha segnato variazioni di rilievo nei confronti delle monete di paesi produttori di petrolio, come la sterlina e il dollaro canadese.

Agli inizi di marzo, il margine antinflazionistico acquisito grazie ai più bassi prezzi del greggio e i segni di un rallentamento dell'economia giapponese, in quanto le esportazioni cominciavano a risentire dell'influenza negativa dell'alto valore dello yen, hanno indotto una serie coordinata di riduzioni nei tassi di interesse ufficiali da parte della Bundesbank, della Banca del Giappone, della Riserva federale e di numerose altre banche centrali. In un primo momento, la quotazione del dollaro ha reagito positivamente e, nelle quattro settimane successive, ha recuperato, in particolare nei confronti delle monete dell'Europa continentale, mentre è rimasta piuttosto debole rispetto allo yen. Tuttavia, agli inizi di aprile le aspettative di un'ulteriore diminuzione dei tassi di interesse USA hanno contribuito ad una nuova svolta negativa del dollaro. In effetti, a seguito della riunione a Washington del Comitato Interinale del FMI, fra il 14 e il 25 aprile è stata attuata una seconda serie di riduzioni coordinate dei tassi di interesse ufficiali da parte delle banche centrali di Stati Uniti, Giappone e dei principali paesi europei, esclusa la Germania. Inoltre, alcune dichiarazioni ufficiali, di fonte americana ed europea, a favore di un ulteriore apprezzamento dello yen hanno indotto una tendenza ribassista nei confronti del dollaro, nonostante i ripetuti interventi in acquisto da parte della Banca del Giappone. E il vertice di Tokio dell'inizio di maggio non ha fornito indicazioni che le autorità fossero in generale disposte ad intervenire a sostegno del dollaro in questa fase. In tali circostanze, fra gli inizi di aprile e la metà di maggio, il dollaro si è deprezzato del 12% nei confronti dello yen e del 10% rispetto al marco e al franco svizzero.

Nei quindici mesi di deprezzamento del dollaro, fino alla metà del maggio 1986, lo yen, il franco svizzero e il marco tedesco si sono apprezzati di oltre il 60% nei confronti della moneta USA, il che rappresenta certamente una delle variazioni più ampie registrate in un periodo di tempo relativamente breve, dall'epoca del passaggio ad un regime di cambi fluttuanti. In termini effettivi, l'apprezzamento del marco tedesco e del franco svizzero è stato del 19%, mentre a causa dei più stretti legami commerciali fra Giappone e Stati Uniti, lo yen si è rafforzato di ben il 35%.

Una caratteristica di rilievo dell'apprezzamento dello yen è che esso si è concentrato nel periodo successivo all'accordo di settembre del Gruppo dei Cinque. Negli anni precedenti lo yen si era indebolito molto meno delle monete europee nei confronti del dollaro; corrispondentemente, sin verso la fine del settembre 1985 la sua ripresa era stata più modesta. Di fatto, poiché il valore dello yen aveva segnato un calo rispetto alle monete europee, il tasso di cambio effettivo dello yen era rimasto praticamente invariato da fine febbraio a fine settembre 1985. Di

conseguenza, dopo l'accordo di settembre del Gruppo dei Cinque che, in considerazione dell'enorme e crescente avanzo delle partite correnti giapponesi, ha avuto di mira principalmente i rapporti di cambio fra dollaro e yen, l'apprezzamento di quest'ultimo è stato molto più pronunciato di quello delle monete europee.

L'andamento della sterlina è stato assai differente. Inizialmente, per effetto della sua precedente debolezza e del livello relativamente elevato dei suoi tassi di interesse, la sterlina ha beneficiato al massimo del calo del dollaro. Tra fine febbraio e fine luglio 1985 si era apprezzata non solo del 36% rispetto al dollaro USA, ma anche dell'11% rispetto al marco tedesco. Tuttavia, a metà estate le indicazioni di una decelerazione della crescita economica e le conseguenti aspettative di un allentamento della politica monetaria nel Regno Unito hanno arrestato questo andamento ascendente. Nei due mesi successivi alla riunione di settembre del Gruppo dei Cinque la sterlina ha recuperato, nei confronti del dollaro, molto meno che la maggior parte delle altre monete, a causa dell'incertezza circa i prezzi del petrolio e delle voci di un imminente ingresso della moneta britannica nel meccanismo di cambio dello SME ad un livello del tasso di cambio più basso di quello corrente. Ai primi di dicembre, quando i prezzi del petrolio hanno cominciato a diminuire, la sterlina ha iniziato a deprezzarsi anche nei confronti del dollaro. Sebbene agli inizi di gennaio del 1986 la debolezza della sterlina abbia portato all'innalzamento di 1 punto percentuale del tasso attivo di base delle *clearing banks* britanniche, la flessione è continuata fino ai primi giorni di marzo, allorché una riconsiderazione dell'impatto dei diminuiti prezzi del petrolio sull'economia britannica e le reazioni positive suscitate dal bilancio di previsione hanno contribuito ad una sostanziale ripresa.

Nel periodo sotto rassegna, tra le principali monete soltanto il dollaro canadese ha continuato a restare debole nei confronti del dollaro USA, sebbene la politica monetaria del Canada fosse orientata a mantenere le variazioni nei confronti della valuta statunitense entro margini abbastanza ristretti. Dopo un forte calo nei primi mesi del 1985, il dollaro canadese si è ripreso moderatamente nel corso della primavera e all'inizio dell'estate, ma è stato di nuovo sottoposto a forte pressione negli ultimi due mesi dell'anno, in quanto l'indebolimento della bilancia dei pagamenti correnti e la crescente preoccupazione circa la situazione del bilancio pubblico hanno contribuito ad un netto peggioramento nelle valutazioni del mercato. Poiché non era considerata opportuna un'ulteriore flessione nei confronti del dollaro USA e si era già avuto un ampio deprezzamento rispetto ad altre principali monete, la Banca del Canada ha iniziato ad aumentare i tassi di interesse e ad intervenire pesantemente sul mercato dei cambi. Purtroppo, nel corso di gennaio, il crollo dei prezzi del greggio e la debolezza generale dei mercati dei prodotti primari hanno intensificato le pressioni verso il basso. Nonostante sostenuti interventi finanziati in parte con prelievi ufficiali su linee di credito accordate da banche commerciali, nonché un ulteriore innalzamento dei tassi di interesse interni a breve termine, a oltre 4 punti percentuali al di sopra dei corrispondenti tassi USA, la moneta canadese ha toccato un nuovo minimo di \$0,692 agli inizi di febbraio del 1986, prima di recuperare leggermente nel corso dei tre mesi successivi.

L'efficacia della manovra delle autorità sul mercato dei cambi. Il successo conseguito dalle autorità nell'arrestare prima e nel capovolgere poi la tendenza

ascendente del dollaro, e il fatto che ciò sia stato ottenuto senza causare problemi per il finanziamento del disavanzo delle partite correnti USA hanno senza dubbio sorpreso molti osservatori. Degno di nota è che, in più di un caso, le dichiarazioni ufficiali circa i rapporti di cambio desiderati paiono avere di per sé messo in moto tali cambiamenti. Tuttavia, come nelle precedenti Relazioni annuali si affermava che gli interventi sul mercato dei cambi avevano un ruolo da svolgere come sostegno alle politiche di stabilizzazione a medio termine, così si impone oggi una certa cautela nel trarre conclusioni di portata generale dall'esperienza dello scorso anno. Il successo conseguito è infatti dovuto alla simultanea realizzazione di diverse importanti condizioni.

In primo luogo, la favorevole collocazione temporale dell'intervento. Dopo il vigoroso apprezzamento nel corso degli anni precedenti, il dollaro era maturo per una caduta. I fattori fondamentali si erano da tempo chiaramente evoluti a sfavore del dollaro, anche se ciò non si era riflesso sul comportamento del mercato. La perdita di competitività internazionale e il rapido ampliarsi del disavanzo corrente stavano sottraendo dinamismo e vigore all'economia statunitense. I problemi di vasti settori dell'economia che soffrivano delle distorsioni esistenti nei rapporti di cambio avevano dato un forte impulso alle pressioni protezionistiche, ponendo una potenziale minaccia per la libertà del commercio internazionale e per la prosperità dell'economia mondiale.

Inoltre, i massicci afflussi di capitale verso gli Stati Uniti e l'ampio e crescente disavanzo delle partite correnti, al quale gli afflussi medesimi avevano contribuito per i loro effetti sul tasso di cambio, stavano rapidamente erodendo la situazione finanziaria sull'estero degli USA. Le posizioni di portafoglio del settore privato stavano cambiando in modo tale che, unitamente al disavanzo stesso delle partite correnti, erano destinate presto o tardi a minare la fiducia nel dollaro. E' vero che i differenziali dei tassi di interesse, pur restringendosi, erano ancora chiaramente a favore degli Stati Uniti. Tuttavia, i guadagni derivanti da questi differenziali potevano facilmente essere sopravanzati, nel medio periodo, dalle perdite di cambio causate da ultimo dall'inevitabile correzione del tasso di cambio.

Va aggiunto che un intervento al ribasso su una moneta ha maggiori probabilità di successo se, come nel caso del dollaro, è accompagnato da un ampio parallelo disavanzo delle partite correnti. Dato l'ammontare dei fondi privati ancora necessari per finanziare questo deficit, non è opportuno un capovolgimento radicale del clima del mercato; per indurre un deprezzamento, ciò che occorre è smorzare in certa misura le preferenze del mercato a favore di quella moneta. In effetti, la difficoltà principale in una situazione di questo genere può proprio consistere nella ricerca del dosaggio esatto per provocare una correzione verso il basso del tasso di cambio della moneta, senza dar luogo ad un crollo di fiducia e ad un deprezzamento cumulativo.

Un altro importante fattore alla base del successo della manovra ufficiale sul mercato dei cambi è stato che il Gruppo dei Cinque, nella riunione del settembre 1985, ha dato una dimostrazione convincente di unanimità e di impegno per una politica comune e che i successivi interventi sono stati pienamente coordinati ed hanno avuto l'appoggio convinto di quasi tutti i maggiori paesi industriali. Per quanto concerne la credibilità, è stato di cruciale importanza il fatto che, per la prima volta, le autorità USA - la cui capacità di vendere dollari è in linea di

principio illimitata — mostravano di riconoscere la necessità di un ulteriore aggiustamento verso il basso del dollaro. Parimenti molto importante è stato l'enorme ammontare degli interventi, circa \$ 10 miliardi fra la fine di febbraio e gli inizi di marzo e \$ 13 miliardi nell'autunno 1985.

In sintesi, l'esperienza dello scorso anno non prova in alcun modo che si possa far sempre affidamento su interventi ufficiali e su un'azione di guida del mercato dei cambi, ma ha mostrato che questi possono avere una notevole efficacia allorché sono soddisfatte determinate condizioni. Infatti, è essenziale che la scelta temporale e le circostanze di fondo siano "giuste", che l'intervento sia sorretto dall'andamento tendenziale della bilancia dei pagamenti e che sia attuato con forza e in modo coordinato, con la cooperazione di tutti i maggiori paesi interessati. Per contro, azioni unilaterali accompagnate, come è avvenuto talvolta in passato, da commenti improntati a scetticismo provenienti da altre sedi ufficiali, possono ben difficilmente incidere in modo determinante sui mercati. Naturalmente, per esercitare una influenza di lungo periodo sull'evoluzione dei cambi, gli interventi ufficiali dovranno essere fiancheggiati da politiche macroeconomiche congruenti.

L'esperienza dell'anno scorso ha inoltre dimostrato che l'affermazione spesso ricorrente — secondo cui il mercato è il giudice migliore — richiede qualche precisazione almeno per quanto riguarda i mercati dei cambi. Anzitutto, una serie di parametri molto importante nel determinare le valutazioni e le aspettative del mercato dei cambi è costituita dall'indirizzo delle politiche a livello nazionale. Difficilmente si potrebbe sostenere che le autorità conoscono l'orientamento delle proprie politiche meno di quanto lo conosca il mercato; comunque è necessario che tale orientamento sia reso noto al mercato. Inoltre, "il" livello di equilibrio dei tassi di cambio non è di certo l'obiettivo primario degli operatori del mercato. Questi ultimi possono trarre profitto dalle variazioni dei tassi di cambio sia che esso si muova verso il livello di equilibrio sia che se ne allontani. La loro attenzione è rivolta alla direzione del movimento nei giorni seguenti e all'entità delle negoziazioni. Quest'ultima, e l'ampiezza del divario fra denaro e lettera, tendono ad essere negativamente correlate alla stabilità dei cambi.

Tuttavia, gli interventi e l'azione di guida sui mercati dei cambi da parte delle autorità possono essere causa di problemi. Ad esempio, se una moneta si trova in una posizione di vulnerabilità a causa di uno squilibrio eccessivamente ampio e persistente delle partite correnti, vi è il rischio che un intervento ufficiale provochi una svolta troppo brusca nel clima di mercato, determinando una reazione eccessiva in senso contrario. Questo problema potrebbe peraltro sorgere anche in assenza di un intervento, ma probabilmente qualche tempo dopo. Infatti, abbassando la soglia superiore del movimento del cambio, e riducendo in tal modo l'ampiezza del disequilibrio, l'intervento può semmai smorzare l'intensità dell'inevitabile oscillazione in senso contrario. Inoltre, l'intervento ufficiale può anche svolgere un ruolo importante nel limitare l'ampiezza di questa oscillazione.

Una seconda difficoltà potrebbe essere che, con il persistere di ampi differenziali dei tassi di interesse, gli operatori del mercato, una volta corretto l'eccesso di deprezzamento, potrebbero ritenere improbabile che i più elevati rendimenti vengano neutralizzati da un ulteriore deprezzamento e, di conseguenza, essere indotti a riprendere i loro investimenti in quella moneta, mettendo così in moto una nuova fase di apprezzamento. Anche in questo caso, il problema non

deriva dall'intervento, ma dal fatto che differenziali dei tassi di interesse reali eccessivamente ampi a livello internazionale non sono compatibili con un ragionevole grado di stabilità dei cambi.

Infine, se lo scopo dell'intervento ufficiale è di porre termine ad un mercato unidirezionale e di dimostrare che i tassi di cambio possono variare in ambedue i sensi, la conseguente maggior incertezza sulla direzione dei futuri movimenti dei tassi di cambio può implicare più ampie fluttuazioni di breve periodo. Un chiaro esempio è quanto avvenuto nella primavera del 1985 quando, a seguito degli interventi di fine febbraio-inizio marzo e dell'inversione di tendenza cui hanno dato luogo, i tassi di cambio sono stati estremamente instabili per alcune settimane, con ampie fluttuazioni giornaliere senza una tendenza definita. Tuttavia, se tale variabilità giornaliera può essere di disturbo per alcuni operatori, essa è sicuramente meno nociva delle forti distorsioni nei rapporti di cambio che l'intervento mira a correggere. Va inoltre rilevato che dopo gli interventi del settembre-ottobre 1985 l'instabilità giornaliera dei tassi di cambio è stata meno pronunciata che nella primavera. Ciò tende a confermare che, questa volta, gli operatori del mercato erano maggiormente convinti che le autorità avrebbero prevalso. Infatti, la tabella indica che nell'ultima parte dell'anno la convinzione dell'opportunità di un aggiustamento dei tassi di cambio era molto più radicata nella psicologia del mercato; nel mese di dicembre, in particolare, vi è stato un numero nettamente inferiore di giorni caratterizzati da ampie fluttuazioni dei cambi.

Variabilità giornaliera di determinati tassi di cambio del dollaro*

Periodi	Marco	Yen	Sterlina
1983 (media)	2 (0,55)	1 (0,52)	1,5 (0,53)
1984 (media)	3 (0,74)	0,5 (0,42)	2 (0,64)
1984 novembre	3 (0,84)	0 (0,41)	2 (0,83)
dicembre	0 (0,51)	0 (0,30)	1 (0,49)
1985 gennaio	1 (0,48)	0 (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)
maggio	9 (1,13)	0 (0,40)	5 (0,99)
giugno	6 (0,83)	0 (0,30)	5 (0,94)
luglio	7 (0,87)	2 (0,57)	8 (0,99)
agosto	3 (0,70)	0 (0,28)	9 (1,28)
settembre	9 (1,64)	3 (1,43)	9 (1,79)
ottobre	4 (0,63)	2 (0,74)	2 (0,50)
novembre	1 (0,53)	2 (0,81)	2 (0,60)
dicembre	2 (0,53)	0 (0,35)	3 (0,64)
1986 gennaio	3 (0,68)	2 (0,61)	6 (0,86)
febbraio	5 (0,76)	8 (1,07)	9 (1,06)
marzo	6 (0,88)	4 (0,69)	6 (1,04)
aprile	6 (1,09)	5 (0,92)	5 (0,74)

* La variabilità è misurata dal numero dei giorni in un mese 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.

Le prospettive a più lungo termine e le proposte di riforma. Malgrado l'influenza moderatrice esercitata talvolta dagli interventi ufficiali, le fluttuazioni dei tassi di cambio negli ultimi dieci anni circa sono state molto più ampie di quanto possa essere ragionevolmente spiegato dai cambiamenti nelle determinanti

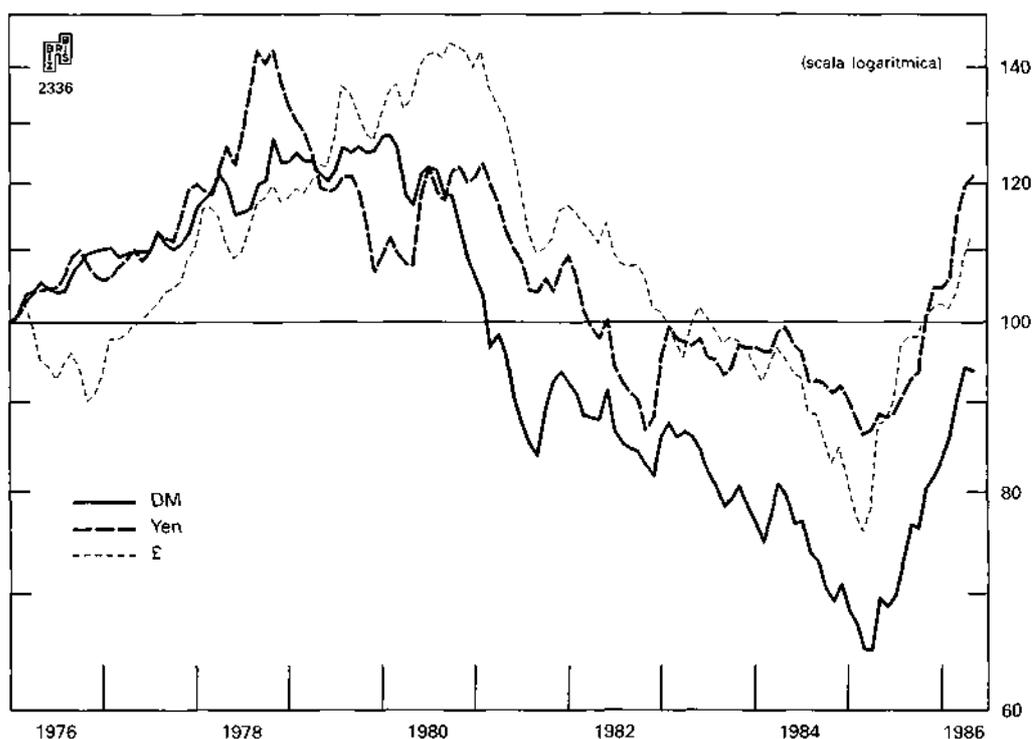
fondamentali. Il marco tedesco, su base bilaterale reale, si è deprezzato rispetto al dollaro di quasi il 50% fra il massimo raggiunto agli inizi del 1980 e il minimo agli inizi del 1985, per poi recuperare quasi la metà di questo calo. Lo yen è diminuito del 40% nei confronti del dollaro fra la fine del 1978 e il febbraio dello scorso anno, ma da allora è risalito ad un livello inferiore del 10% al precedente massimo (cfr. grafico seguente).

Non va dimenticato che qualsiasi raffronto rispetto ad un periodo-base è in certa misura necessariamente arbitrario. Inoltre, questi tassi di cambio bilaterali forniscono solo un quadro parziale, in quanto non dicono nulla sull'andamento della posizione competitiva nei confronti dei paesi terzi. Ed anche la struttura dei flussi di capitale ha la sua importanza. Ciò nonostante, considerati i sottostanti squilibri nei pagamenti correnti, l'attuale struttura dei tassi di cambio è decisamente più realistica di quella degli inizi del 1985 e, data la dimensione dell'aggiustamento, dovrebbe consentire notevoli progressi nell'eliminazione degli squilibri esistenti.

Tuttavia, quale che sia stata la curva di equilibrio dei tassi di cambio durante il trascorso decennio, non vi è dubbio che le fluttuazioni intorno ad essa sono state eccessivamente ampie. E anche se è difficile avere un riscontro statistico preciso, è chiaro che tali ampie fluttuazioni implicano dei veri e propri costi reali. Anzitutto, un'eccessiva sopravvalutazione di una moneta dà un forte impulso alle tendenze protezionistiche, ed i provvedimenti che ne derivano non vengono necessariamente

Tassi di cambio bilaterali reali di alcune monete rispetto al dollaro USA; 1976-1986*

Medie mensili, dicembre 1975 = 100



* Aggiustati sulla base delle variazioni nei prezzi relativi all'ingrosso dei prodotti finiti.

revocati quando il tasso di cambio ritorna a livelli più realistici. In secondo luogo, tassi di cambio fortemente distorti forniscono segnali errati per l'allocazione delle risorse; ciò tende ad essere particolarmente grave nel campo degli investimenti a più lungo termine. In terzo luogo, l'aumentata variabilità a medio termine dei tassi di cambio e le minacce di protezionismo esasperano l'incertezza connessa con l'investimento, in particolare nei settori che producono merci oggetto di scambio internazionale. Ciò implica che il livello di profitto atteso necessario, a indurre tale investimento, dovrà essere considerevolmente più elevato. Infine, gli effetti sui prezzi, sul reddito reale e sugli scambi con l'estero connessi ad ampie fluttuazioni nei tassi di cambio renderanno più difficile la conduzione della politica macroeconomica interna.

Alla luce di questi problemi, non sorprende che la marcata instabilità dei tassi di cambio abbia assunto un'importanza crescente per i responsabili delle politiche. In particolare, sono stati condotti due studi ufficiali sul sistema monetario internazionale, entrambi imperniati sul funzionamento dei tassi di cambio fluttuanti. Uno di questi studi è il risultato del vertice di Williamsburg del 1983, a seguito del quale i Ministri delle Finanze ed i Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci avevano incaricato i propri Supplenti di identificare le aree in cui potessero essere perseguiti progressivi miglioramenti nel sistema monetario internazionale. Il rapporto definitivo dei Supplenti è stato ufficialmente approvato nel giugno 1985. Un secondo studio che tratta in parte della stessa questione, ma da un'angolazione assai diversa, è stato condotto da una commissione istituita nel maggio 1985 dal Gruppo dei Ventiquattro. Il rapporto di tale commissione, basato su un documento precedente e intitolato "The revised program of action towards reform of the international monetary and financial system", è stato sottoposto all'esame del Comitato Interinale del Fondo Monetario Internazionale nella sua riunione dell'ottobre 1985.

Anche se entrambi gli studi hanno escluso un ritorno ad un sistema di cambi fissi, essi sono assai differenti nel tono generale. Il rapporto del Gruppo dei Dieci ha posto l'accento sugli aspetti positivi dell'attuale sistema dei tassi di cambio, pur riconoscendone alcuni difetti. Esso è contrario ad una riforma radicale del sistema monetario internazionale, ma consiglia miglioramenti da farsi all'interno del sistema attuale, per lo più sotto forma di politiche interne più equilibrate e di una loro migliore coordinazione internazionale, con l'ausilio di una rafforzata vigilanza del FMI. Solo una minoranza dei Supplenti ha perorato l'introduzione di zone-obiettivo per i tassi di cambio.

Il rapporto dei paesi del Gruppo dei Ventiquattro, invece, ha rilevato ben maggiori carenze nel sistema attuale ed ha accordato un'accentuata priorità al mantenimento di un ragionevole grado di stabilità fra i tassi di cambio. Analogamente al rapporto del Gruppo dei Dieci, esso ha auspicato un migliore coordinamento delle politiche a livello internazionale e un rafforzamento del ruolo di sorveglianza del FMI; oltre a ciò, però, ha sostenuto l'opportunità di meccanismi che, nel caso di instabilità eccessiva o di un forte squilibrio dei cambi, diano automaticamente avvio a procedure di consultazione. Il rapporto del Gruppo dei Ventiquattro ha altresì attribuito un ruolo di maggior rilievo agli interventi ufficiali sul mercato dei cambi rispetto al rapporto del Gruppo dei Dieci e, in particolare, si è espresso in favore di un sistema di zone-obiettivo per i tassi di cambio.

Gli sviluppi intervenuti dopo la presentazione del rapporto del Gruppo dei Dieci hanno prodotto un cambiamento considerevole nell'atteggiamento delle autorità circa i tassi di cambio in alcuni maggiori paesi industriali. Da parte di ambienti ufficiali statunitensi, e dal Presidente stesso, sono provenute diverse sollecitazioni ad esaminare l'opportunità di convocare una conferenza monetaria internazionale per discutere la riforma del sistema. La questione di tale riforma, così come gli elementi essenziali di alcune delle proposte presentate, sono esaminati nella parte conclusiva di questa Relazione.

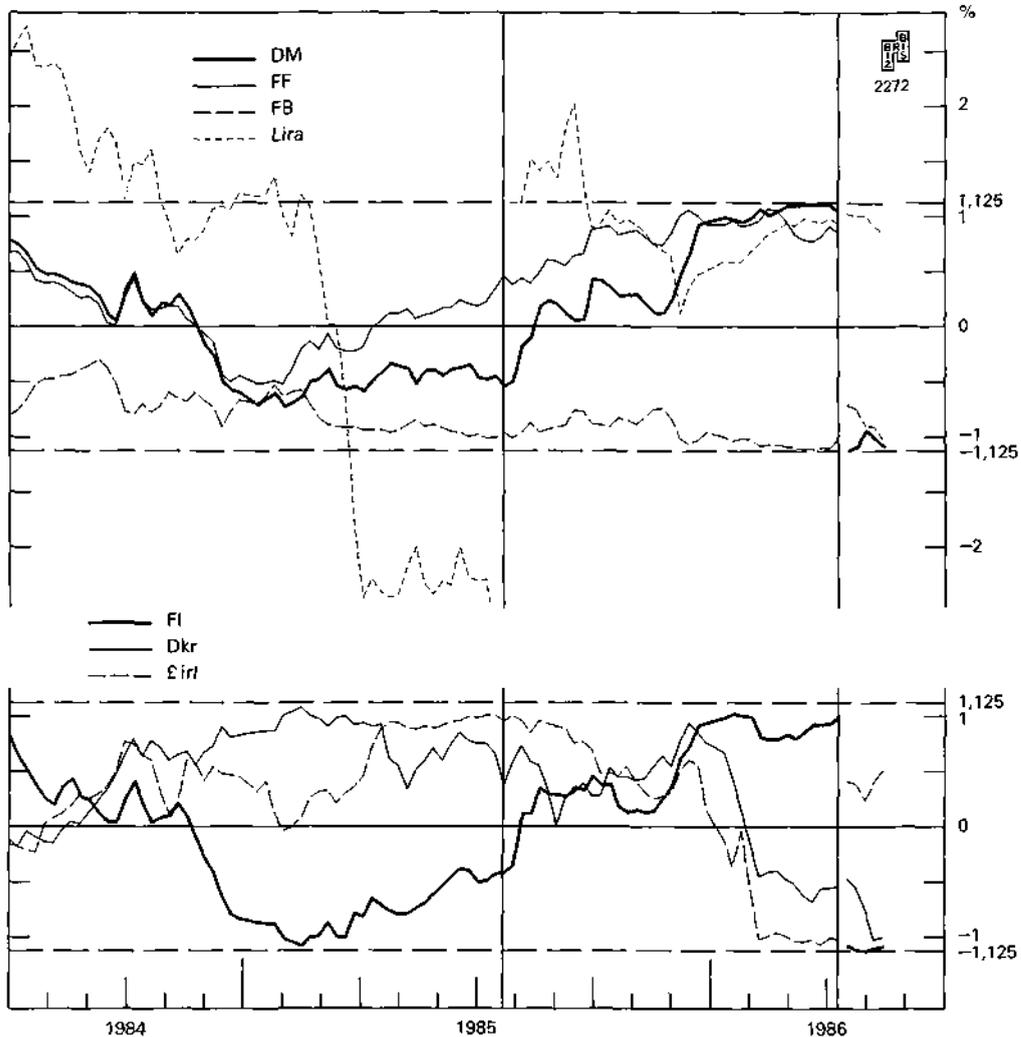
Gli sviluppi nell'ambito dello SME

Nonostante la svalutazione della lira italiana nel luglio 1985 e il più generale riallineamento delle parità nell'aprile 1986, il periodo sotto rassegna è stato caratterizzato, nel complesso, da una relativa stabilità del meccanismo dei cambi dello SME. Questo è il risultato di un'ulteriore convergenza verso il basso dei tassi di inflazione dei paesi partecipanti e del perseguimento di politiche monetarie orientate al tasso di cambio. In particolare, il fatto che l'inversione di tendenza e il successivo deprezzamento del dollaro sui mercati dei cambi non abbiano provocato forti tendenze centrifughe è prova della maturità del sistema. Infatti, fino a novembre inoltrato del 1985 quando, per la prima volta, i mercati hanno assunto un orientamento decisamente ribassista nei confronti della moneta americana, gli sviluppi sul mercato dei cambi del dollaro avevano avuto un modesto impatto sul comportamento delle monete nella griglia di parità dello SME. La svalutazione del franco francese agli inizi di aprile di quest'anno era destinata non solo a ridare all'industria francese parte della competitività persa a partire dal riallineamento del marzo 1983, ma anche ad ampliare il margine di manovra del nuovo governo sul piano della politica interna. Essa è stata pertanto accompagnata dall'annuncio di un nuovo e articolato programma di politica economica, da parte del governo francese, che prevedeva, fra l'altro, un ampio smantellamento dei controlli sui prezzi interni e delle restrizioni valutarie.

Nel periodo in esame, un fattore più importante del deprezzamento del dollaro alla base del comportamento delle monete partecipanti è stato l'ampio differenziale dei tassi di interesse nominali fra i paesi membri dello SME che, in assenza di aspettative di un riallineamento, talvolta ha esercitato un influsso determinante sui movimenti di capitali fra i paesi comunitari. Di conseguenza, le monete dei due paesi membri con i livelli più bassi sia di inflazione sia dei tassi di interesse reali e nominali, cioè il marco tedesco e il fiorino olandese, hanno avuto un andamento relativamente debole nella prima metà del 1985. Fino alla svalutazione della lira italiana nella seconda metà di luglio, esse si sono mantenute decisamente nella fascia inferiore delle rispettive bande di oscillazione dello SME, e anche in seguito hanno superato solo di poco il centro della banda, malgrado un considerevole ammontare di acquisti di marchi tedeschi mediante interventi intramarginali da parte di alcuni altri paesi membri, che hanno approfittato della situazione per rafforzare le proprie posizioni di riserva. D'altro canto, il franco francese, la corona danese e la sterlina irlandese, che hanno beneficiato di tali flussi di capitali, sono state le monete più forti nella banda fino a novembre inoltrato.

Per contro, in Belgio e in Italia i più elevati tassi di interesse nominali e reali non sempre sono riusciti ad attrarre flussi sufficienti di capitali. Da metà marzo del 1985 in poi il franco belga si è costantemente mantenuto in prossimità del limite inferiore della fascia ristretta. La lira italiana aveva iniziato ad indebolirsi prima dell'inversione di tendenza del dollaro. In un clima di mercato reso incerto dall'ampliamento del disavanzo delle partite correnti e dai dubbi circa la capacità del paese di ridurre ulteriormente il differenziale di inflazione, ancora assai consistente, nei confronti degli altri paesi membri, fra la metà di febbraio e la fine di marzo del 1985 la lira italiana si è deprezzata di 4 punti percentuali, riducendo della metà il margine che la separava dal limite inferiore della fascia di oscillazione allargata.

Tassi di cambio a pronti nel meccanismo di cambio dello SME; 1984-86
Medie settimanali delle monete partecipanti rispetto ai propri margini di intervento; in percentuale



* Riallineamenti dei tassi centrali con effetto dal 22 luglio 1985 (i livelli medi della lira italiana nelle due settimane precedenti il riallineamento, pari a -2,86 e -3,96% rispettivamente, non compaiono) e dal 7 aprile 1986.

Dopo una temporanea stabilizzazione a questo livello, verso la metà di luglio essa subiva un nuovo, brusco indebolimento. Venerdì 19 luglio, dopo il *fixing* i mercati dei cambi italiani venivano chiusi e la lira scendeva al disotto del limite inferiore della fascia. Il giorno seguente i paesi membri del sistema concordavano una svalutazione del 6% della lira italiana e una rivalutazione del 2% delle altre monete partecipanti rispetto alle loro precedenti parità centrali, con decorrenza dal 22 luglio. Per sostenere l'efficacia di questo riallineamento le autorità italiane annunciavano misure di emergenza volte a ridurre il deficit di bilancio. La lira reagiva positivamente, portandosi al disopra del limite superiore della banda ristretta nei due mesi seguenti, per poi ridiscendere alquanto nel corso dell'autunno.

La situazione di relativa calma all'interno del sistema ha cominciato a cambiare quando, nel corso di novembre, le forze spontanee del mercato hanno cominciato ad agire a sfavore del dollaro USA. A quel punto, il mercato aveva preso nuovamente atto della posizione fondamentalmente più solida del marco tedesco e del fiorino olandese, mentre si diffondevano aspettative di un riallineamento delle monete partecipanti dopo le elezioni parlamentari francesi del marzo 1986. Le pressioni al ribasso hanno coinvolto non solo il franco francese, ma anche altre monete e, in particolare, la lira italiana, sebbene il disavanzo corrente italiano si fosse nel frattempo ridotto. Le autorità hanno reagito con massicci interventi intramarginali, sotto forma principalmente di vendite di marchi tedeschi e di dollari USA. Oltre a ciò, la Banca d'Italia, la Banca Nazionale del Belgio e la Banca Centrale d'Irlanda hanno elevato i tassi di interesse interni a breve termine. In Italia, queste misure sono state integrate, il 16 gennaio, con la reintroduzione di un massimale sugli impieghi bancari in lire e con un inasprimento delle restrizioni valutarie. In considerazione della ferma risposta delle autorità e dei vantaggi attesi, in termini di bilancia dei pagamenti e di prezzi, dalla caduta delle quotazioni del petrolio, a partire da metà febbraio del 1986 le pressioni si sono allentate.

A causa del considerevole volume di interventi intramarginali, questi andamenti non si sono pienamente rispecchiati nei movimenti delle monete all'interno della griglia di parità dello SME. Benché il marco tedesco e il fiorino olandese si fossero portati in prossimità del rispettivo limite superiore della banda nel corso di dicembre, il franco francese e la lira sono rimasti ben al disopra del centro della fascia. Un pronunciato andamento al ribasso è stato invece registrato dalla sterlina irlandese e dalla corona danese.

Verso la fine di marzo, dato che il nuovo governo francese non sembrava escludere la possibilità di un riallineamento, riprendevano le tensioni all'interno del meccanismo dei cambi dello SME. Giovedì 3 aprile, il franco francese subiva un tracollo nel corso delle contrattazioni pomeridiane a New York e il giorno seguente, poiché le banche centrali dei paesi membri avevano sospeso gli interventi ai margini, esso oltrepassava il limite inferiore della banda. Dopo i colloqui svoltisi nel corso di una riunione informale dei Ministri delle Finanze e dei Governatori delle banche centrali, già in programma per il fine settimana successivo, veniva annunciato un riallineamento che prevedeva, con decorrenza dal 7 aprile, la svalutazione del 3% del franco francese e la rivalutazione del 3% del marco tedesco e del fiorino olandese rispetto alle loro precedenti parità centrali; il franco belga e la corona danese venivano rivalutati dell'1%, mentre la lira italiana e la sterlina irlandese rimanevano invariate. Subito dopo il riallineamento, ingenti afflussi di capitali

sospingevano il franco francese al limite superiore della banda, mentre il marco tedesco e il fiorino olandese scivolavano verso il margine inferiore. Nonostante la riduzione dei tassi di interesse in Francia, si rendevano successivamente necessari massicci interventi da parte delle rispettive banche centrali, per evitare che queste monete uscissero dalla banda di oscillazione.

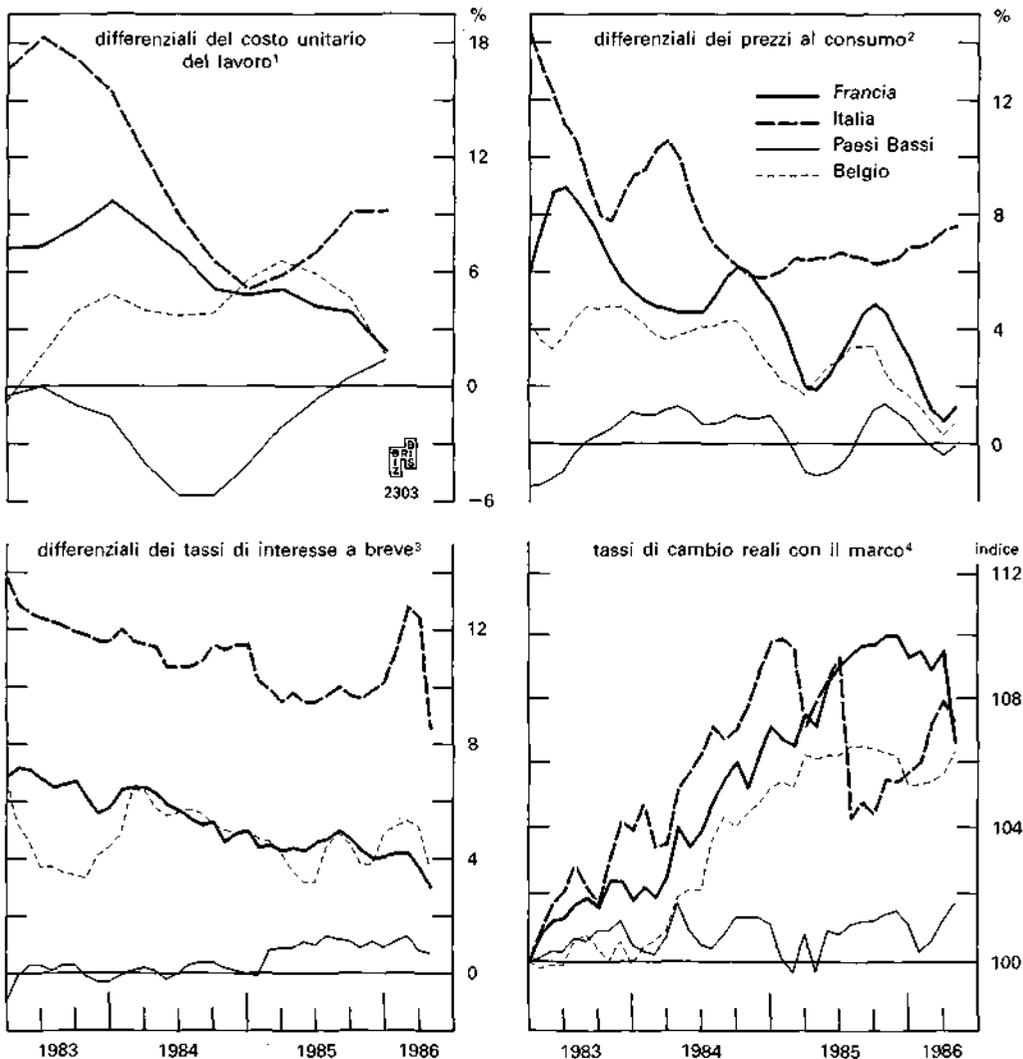
Nel periodo in esame, diversi cambiamenti hanno interessato il funzionamento dello SME. Dopo l'accordo di massima raggiunto nel marzo 1985, in giugno i Governatori delle banche centrali dei paesi membri della CEE hanno adottato formalmente una serie di provvedimenti per ampliare l'impiego di disponibilità ufficiali di ECU. Anzitutto, con decorrenza dal 1° luglio, è stato introdotto un nuovo meccanismo che consente alle banche centrali della CEE, che necessitano di valute di intervento, di mobilitare, per il tramite del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM), le rispettive posizioni creditorie nette in ECU, nonché parte delle loro disponibilità di ECU a fronte di *swaps* con il FECOM. Queste operazioni di mobilitazione sono finanziate dalle banche centrali dei paesi della CEE, fornendo dollari in proporzione, e fino a concorrenza, dell'ammontare rispettivo di *swaps* ECU contro dollari in essere presso il FECOM; tali posizioni in dollari sono scambiabili contro monete della CEE con l'approvazione degli istituti di emissione delle monete in questione. In secondo luogo, sempre con decorrenza dal 1° luglio, il limite del 50% all'utilizzo di ECU ufficiali per l'estinzione di passività contratte nell'ambito dello schema di finanziamento a brevissimo termine non si applica ove e nella misura in cui la stessa banca centrale beneficiaria detenga una posizione debitoria netta in ECU. In terzo luogo, è stata migliorata la remunerazione delle posizioni nette in ECU, nonché delle attività in ECU nel quadro dello schema di finanziamento a brevissimo termine. Infine, è stato deciso che il Consiglio del FECOM possa accordare lo status di "altri detentori" alle banche centrali dei paesi non membri e ad alcune istituzioni monetarie internazionali (come la BRI). Gli "altri detentori" possono ottenere ECU ufficiali dalle banche centrali dei paesi della CEE mediante cessioni temporanee o *swaps* reversibili, avendo diritto alla stessa remunerazione sull'ECU delle banche centrali della CEE. Questa disposizione è divenuta operativa in novembre, con l'entrata in vigore del necessario Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee.

L'Italia è stato il primo paese a far uso del nuovo meccanismo di mobilitazione dell'ECU per ottenere valute di intervento, allorché la lira è divenuta oggetto di forti pressioni nell'ultima parte del 1985. Inoltre, durante lo scorso anno alcuni paesi membri dello SME hanno impiegato occasionalmente ECU private per interventi sui mercati, mediante acquisti o vendite di questa unità di conto contro moneta nazionale. Un altro sviluppo, descritto in dettaglio nel Capitolo VIII della Relazione, riguarda l'accordo formale concluso dalla BRI, in base al quale essa opera come agente di compensazione per le transazioni in ECU private. La continua e rapida espansione del mercato privato dell'ECU nel 1985 è esaminata nel Capitolo V.

Oltre a questi cambiamenti e sviluppi sul piano istituzionale, parimenti importanti sono stati i progressi compiuti lo scorso anno verso il raggiungimento di "una zona di stabilità monetaria in Europa". La caratteristica di spicco nel periodo considerato è stata la pronunciata convergenza verso il basso dei tassi di inflazione dei paesi membri, che ha consentito al meccanismo di cambio dello SME di reggere alla brusca inversione del dollaro, senza subire riallineamenti indesiderati. Nonostante l'ulteriore rallentamento della dinamica dei prezzi nei due paesi a bassa

inflazione, Germania e Olanda, nel 1985 i differenziali di inflazione sono stati decisamente inferiori a quelli degli anni precedenti, e agli inizi del 1986 si collocavano tra 0,5 e 1,5 punti percentuali soltanto (variazioni su sei mesi a tasso annuale) nel caso dei quattro maggiori paesi partecipanti alla banda di oscillazione ristretta. Il miglioramento è stato particolarmente marcato in Francia dove, con l'ausilio di una politica monetaria relativamente restrittiva, l'aumento dei prezzi al consumo è sceso al 2,5% nella seconda metà del 1985, segnando il tasso più basso dal 1967. In Italia il tasso di inflazione, grazie alle modifiche della "scala mobile" e ad un indirizzo alquanto restrittivo della politica monetaria, è risultato il più basso

Andamenti dei costi e dei prezzi relativi all'interno dello SME; 1983-86



¹ Differenze fra i rispettivi costi unitari del lavoro interni nell'industria manifatturiera e quelli in Germania, calcolate come variazioni percentuali su quattro trimestri delle medie mobili di tre mesi. ² Differenze fra i rispettivi prezzi al consumo interni e quelli in Germania, calcolate come variazioni percentuali annualizzate su sei mesi. ³ Differenze fra i rispettivi tassi rappresentativi del mercato monetario e quelli in Germania. ⁴ In termini di prezzi al consumo relativi: fine marzo 1983 = 100 (diagramma semilogaritmico).

dal 1972. Considerata la debolezza dei mercati del petrolio e di altre materie prime, si può sperare che questi progressi registrati dai paesi membri dello SME sulla via della convergenza in materia di stabilità dei prezzi possano essere mantenuti nel 1986.

Per l'effetto combinato del restringimento dei differenziali di inflazione e dei due riallineamenti, la divergenza dei tassi di cambio reali fra i paesi membri dello SME si è temporaneamente interrotta e in parte invertita nel periodo sotto rassegna (si veda il grafico che precede). Il quadro appare ancor più favorevole di quanto risulti dal grafico se invece dei prezzi al consumo si assume come deflatore l'indice dei prezzi all'ingrosso dei prodotti finiti. Su questa base, la perdita di competitività della lira a partire dal marzo del 1983 è stata praticamente recuperata attraverso i due recenti riallineamenti. Considerate le imperfezioni dei dati e le varie limitazioni di ordine concettuale, le misure della competitività internazionale di questo tipo devono essere ovviamente interpretate con estrema cautela; le conclusioni che se ne possono trarre hanno un valore soltanto indicativo.

Nonostante la convergenza nell'evoluzione dei prezzi interni durante il periodo in esame, permangono notevoli differenze nella situazione economica dei paesi membri dello SME. Germania e Olanda presentano una posizione dei pagamenti correnti molto più solida degli altri paesi membri, mentre alcune monete sono tuttora protette da controlli valutari. Inoltre, finché sussistono ampi differenziali di inflazione fra i paesi membri, si renderanno periodicamente necessari riallineamenti dei tassi di cambio. Nondimeno, se saranno mantenuti i progressi finora conseguiti sulla via della convergenza, tali riallineamenti saranno più contenuti e meno frequenti, e il sistema di cambi stabili ma aggiustabili sarà caratterizzato dalla stabilità piuttosto che dall'aggiustamento.

La produzione e il mercato dell'oro

Malgrado l'indebolimento del dollaro sui mercati dei cambi e le tensioni politiche nel principale paese produttore di oro, per la maggior parte del periodo sotto rassegna il mercato dell'oro ha continuato ad essere relativamente depresso. L'affievolirsi delle aspettative inflazionistiche, l'esuberanza dei mercati azionari e le prospettive di guadagni in conto capitale connesse alla tendenza calante dei tassi di interesse a lungo termine hanno raffrenato la domanda di metalli preziosi da parte degli investitori privati. D'altro canto, è ulteriormente aumentato l'uso industriale di oro, e consistenti acquisti ufficiali sono stati effettuati dai paesi non comunisti.

Verso la fine di febbraio del 1985 il prezzo in dollari dell'oro è sceso al livello più basso dalla fine degli anni settanta. Poiché il successivo recupero è stato troppo modesto per compensare il deprezzamento del dollaro, le quotazioni in termini della maggior parte delle altre principali monete sono notevolmente diminuite nel corso del 1985 e agli inizi del 1986. Le principali eccezioni a questa tendenza sono costituite dai due maggiori paesi produttori non comunisti, il Sudafrica e il Canada, le cui valute hanno continuato a deprezzarsi nei confronti del dollaro USA. Di conseguenza, nel corso del 1985, il prezzo dell'oro in termini di rand è aumentato

di ben il 36% e in termini di dollari canadesi del 12%. La maggior parte dell'industria di estrazione dell'oro a livello mondiale non ha quindi risentito pienamente degli effetti del debole andamento di mercato dell'oro. In particolare, in Sudafrica i profitti dell'industria aurifera sono ulteriormente aumentati in termini di moneta nazionale.

Grazie alla precedente espansione dell'attività di ricerca e di sviluppo, la produzione mondiale di oro (esclusa quella dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) ha continuato ad aumentare lo scorso anno di ulteriori 64 tonnellate metriche, raggiungendo un totale di 1.213 tonnellate metriche. Questo livello supera del 27% il minimo toccato nel 1980, ma resta pur sempre inferiore del 5% al precedente massimo raggiunto nel 1970. I più forti incrementi di produzione nel 1985 si sono avuti in Australia (18 tonnellate), Papua-Nuova Guinea (14 tonnellate) e Stati Uniti (10 tonnellate).

Produzione mondiale di oro. Stime

Paesi	1953	1970	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	tonnellate metriche							
Sudafrica	371	1.000	675	658	664	680	683	673
Canada	126	75	51	52	65	73	83	86
Stati Uniti	61	54	30	43	45	61	69	79
Brasile	4	9	35	35	35	59	55	63
Australia	33	20	17	18	27	31	39	57
Filippine	15	19	22	25	31	33	34	38
Papua-Nuova Guinea . .	.	1	14	17	18	18	19	33
Colombia	14	7	17	18	16	18	21	26
Cile	4	2	7	12	19	19	18	18
Zimbabwe	16	15	11	12	13	14	14	15
Ghana	23	22	11	13	13	12	12	12
Repubblica Dominicana .	.	-	12	13	12	11	11	10
Perù	4	3	5	7	7	10	11	10
Zaire	11	6	3	3	4	6	10	8
Messico	15	6	6	5	5	7	7	8
Totale	697	1.239	916	931	974	1.052	1.086	1.136
Altri paesi	57	35	38	45	51	60	63	77
Produzione mondiale stimata*	754	1.274	954	976	1.025	1.112	1.149	1.213

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

Fonte: Consolidated Gold Fields PLC (Londra).

Anche in Sudafrica, dove la produzione ha risentito a tratti dell'effetto degli scioperi, l'attività estrattiva ha continuato ad espandersi, sebbene l'aumento di prezzo dell'oro in termini di rand abbia favorito ulteriormente la tendenza ad estrarre minerale a più basso tenore aureo. Di conseguenza, il leggero aumento della quantità di minerale trattato è stato più che compensato da una riduzione del contenuto medio di oro e, non essendo state rese operative nuove miniere, la produzione totale di oro è diminuita di 10 tonnellate lo scorso anno, portandosi a 673 tonnellate. Pertanto, la quota del Sudafrica sulla produzione totale dei paesi occidentali è ulteriormente scesa al 55% rispetto all'80% circa raggiunto nel 1970, nel periodo di massima produzione.

Per quel che riguarda le altre fonti di offerta sul mercato, si può stimare che le vendite nette di oro dei paesi comunisti siano aumentate di circa 100 tonnellate, passando ad un totale di 250 tonnellate nel 1985. Questo incremento va essenzialmente ascritto all'Unione Sovietica che, in particolare negli ultimi mesi del 1985, ha intensificato le proprie vendite per compensare i minori introiti delle esportazioni conseguenti all'indebolimento dei prezzi del petrolio.

Mercato dell'oro: fonti e impieghi. Stime

Voci	1981	1982	1983	1984	1985
	tonnellate metriche				
Produzione	975	1.025	1.110	1.150	1.215
Vendite nette da parte dei paesi comunisti (stime) ¹	300	200	100	150	250
Variazioni nelle disponibilità auree ufficiali mediante operazioni di mercato ^{2,3} ; stime (- = aumento)	-100	100	70	20	-165
Totale (=impieghi non monetari, stime)	1.175	1.325	1.280	1.320	1.300

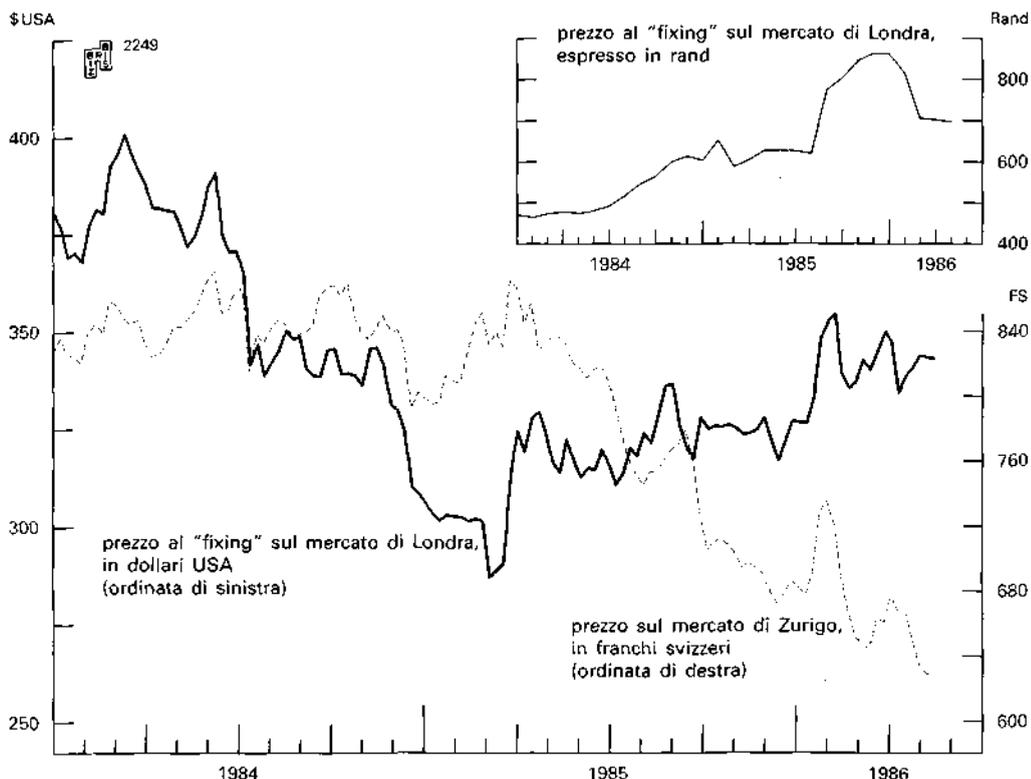
¹ Esclusi i paesi membri del FMI. ² Secondo le segnalazioni del FMI. ³ Le variazioni delle riserve auree del Sudafrica sono state escluse dai movimenti delle disponibilità ufficiali in questa tabella, giacché si ritiene che esse abbiano riflesso in larga misura la costituzione o la liquidazione di swaps in oro tra la banca centrale sudafricana e le banche commerciali di altri paesi.

Passando a considerare il lato della domanda del mercato dell'oro, si stima che le riserve auree ufficiali (escluse quelle del Sudafrica), diminuite di 20 tonnellate nel 1984, siano in media aumentate di circa 165 tonnellate lo scorso anno. Questa inversione di tendenza è dovuta in gran parte alla Colombia, le cui riserve auree, dopo essersi ridotte di 89 tonnellate nel 1984, si sono accresciute di 14,8 tonnellate nel 1985. Tra gli altri PVS che hanno incrementato le proprie disponibilità auree ufficiali lo scorso anno, vi sono il Brasile (50,7 tonnellate), che ha destinato alle riserve la maggior parte della propria produzione interna, le Filippine (21,5 tonnellate), l'India (20,5 tonnellate), il Perù e Taiwan (17 tonnellate ciascuno). Tra i paesi industriali, la Finlandia ha acquisito 20 tonnellate, mentre i due maggiori produttori di questo gruppo, gli Stati Uniti e il Canada, hanno ridotto le proprie disponibilità di 4,4 e 0,9 tonnellate rispettivamente.

Si può stimare che lo scorso anno l'assorbimento totale di nuovo oro per impieghi non monetari sia ammontato a 1.300 tonnellate, cioè ad un livello leggermente inferiore a quello del 1984. Dato che l'utilizzo di oro per oreficeria e per altri usi industriali ha continuato ad aumentare considerevolmente, ciò sembra indicare che la quantità di oro assorbito dalla domanda per investimento, inclusi gli acquisti di monete e medaglie, sia notevolmente diminuita.

Per quanto concerne l'evoluzione del prezzo di mercato dell'oro, la sua quotazione in termini di dollari, scesa ad un minimo di \$284,25 per oncia di fino verso la fine di febbraio del 1985, è risalita a circa \$334 alla metà di aprile. Successivamente essa ha segnato un nuovo calo, per poi oscillare intorno ad un livello di circa \$320 per il resto dell'anno, senza risentire particolarmente né dell'ulteriore deprezzamento del dollaro né delle tensioni politiche in Sudafrica. Solo in due giorni, nella seconda metà di agosto, le quotazioni si sono temporaneamente

Prezzi di mercato dell'oro; 1984-86*



* Per oncia di fino. I prezzi espressi in dollari USA e in franchi svizzeri rappresentano medie settimanali, quelli espressi in rand sudafricani medie mensili.

portate al disopra di \$340. Tuttavia, nella seconda metà di dicembre le mutate prospettive circa l'evoluzione del dollaro sul mercato dei cambi e i cospicui acquisti ufficiali hanno dato avvio ad una notevole ripresa. Le quotazioni sono salite da un minimo di \$315,50 per oncia di fino l'11 dicembre ad un massimo di \$363 il 16 gennaio 1986, per poi situarsi intorno ad un livello di \$345 nei quattro mesi successivi.

In contrasto con la ripresa registrata in termini di dollari, il prezzo dell'oro espresso in franchi svizzeri e in altre principali monete ha mostrato una tendenza al ribasso alquanto pronunciata a partire dal marzo 1985. Alla metà di maggio del 1986 la sua quotazione era di circa FS620 per oncia di fino, che rappresenta un calo di oltre il 30% rispetto al livello di quattordici mesi prima.

Le riserve e la liquidità internazionale

In termini di dollari correnti, lo scorso anno le riserve ufficiali non auree dei paesi hanno registrato un aumento alquanto consistente di circa \$42,5 miliardi, ossia dell'11%. Tuttavia, la maggior parte di questo incremento è dovuta ad effetti di valutazione connessi con le variazioni dei tassi di cambio. Il netto recupero della

maggior parte delle principali valute nei confronti del dollaro nel corso del 1985 ha infatti implicato un corrispondente aumento del valore in dollari delle riserve ufficiali detenute in queste monete. Se si escludono tali effetti di cambio, le riserve non auree si sono accresciute di appena \$2,5 miliardi, ovvero dello 0,5%.

Questa crescita assai modesta del volume delle disponibilità non auree in termini di dollari costanti è il risultato netto di diversi andamenti che, a grandi linee, si sono controbilanciati. Da un lato, gli interventi sul mercato dei cambi delle autorità monetarie USA hanno accresciuto di circa \$4 miliardi le riserve ufficiali in valuta degli Stati Uniti. Oltre a ciò, vi è stato un certo incremento nelle riserve di altri paesi in valute diverse dal dollaro, anche escludendo gli effetti di cambio. D'altra parte, il tradizionale fattore di espansione delle riserve — il disavanzo corrente degli Stati Uniti — non ha agito lo scorso anno, in quanto tale disavanzo, pur avendo raggiunto il livello record di \$118 miliardi, è stato ampiamente finanziato attraverso gli afflussi netti di capitali privati. Infatti, le riserve ufficiali in dollari detenute negli Stati Uniti dagli altri paesi sono diminuite di \$2,2 miliardi nel 1985. Ingenti vendite ufficiali di dollari, nel quadro della strategia coordinata dei tassi di cambio dello scorso anno, hanno avuto la tendenza a ridurre le riserve in dollari, ma ciò è stato in gran parte controbilanciato dall'afflusso nelle riserve dei redditi da interesse percepiti sulle attività ufficiali in dollari e di altri introiti ufficiali in dollari. Un secondo fattore che ha teso a ridurre il volume delle riserve ufficiali è stato il calo delle disponibilità ufficiali di ECU (calcolate a tassi di cambio costanti) dei paesi membri dello SME, per effetto principalmente della flessione del prezzo contabile dell'oro, usato per la creazione di ECU attraverso operazioni *swaps* di oro, e del deprezzamento del dollaro.

A causa delle variazioni assai ampie dei tassi di cambio nel corso del 1985, non è facile valutare il significato effettivo dell'aumento di \$42,5 miliardi nel valore in dollari correnti delle riserve ufficiali non auree registrato lo scorso anno. Da un lato, il tasso di inflazione relativamente basso negli Stati Uniti e la diminuzione di circa il 2% nel valore unitario dei beni oggetto di scambio internazionale indicherebbe che l'incremento è stato in gran parte "reale". Infatti, per effetto della debolezza dei prezzi all'esportazione, il commercio mondiale è aumentato solo dell'1% in termini di dollari, e ciò implica che il rapporto globale fra le riserve ufficiali e le importazioni di merci, calcolate in dollari correnti, è passato da circa il 21 al 24% nel 1985. D'altro lato, il valore delle riserve ufficiali in dollari, in termini di potere d'acquisto di beni e servizi dai paesi industriali diversi dagli Stati Uniti, come la Germania e il Giappone, è diminuito notevolmente lo scorso anno. Ad esempio, in termini di marchi tedeschi le riserve non auree totali sono calate di quasi DM 170 miliardi, ossia del 13%.

Il valore di mercato delle disponibilità ufficiali auree espresse in dollari è aumentato di \$17,7 miliardi nel 1985, soprattutto in seguito all'incremento del 5,8% del prezzo dell'oro sul mercato libero.

Scomponendo per tipi di attività l'espansione delle riserve non auree, le disponibilità ufficiali in valuta sono aumentate di \$33,1 miliardi in termini di dollari correnti e di \$9 miliardi, in volume, ove la differenza è riconducibile ad effetti di cambio. Gli averi in ECU dei paesi membri dello SME si sono incrementati di \$3,7 miliardi in termini di dollari, mentre a tassi di cambio costanti risulterebbero calati di circa \$5 miliardi. Il valore in dollari delle disponibilità di DSP e delle

Variazioni nelle riserve globali

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							
1983	- 0,7	- 49,4	2,1	7,2	- 3,0	2,1	8,4
1984	- 0,6	- 53,7	4,5	- 0,1	0,6	- 6,8	- 1,8
1985	- 0,2	13,2	13,4	0,8	2,9	3,3	20,4
Consistenze alla fine del 1985	737,6	241,2	117,0	25,6	14,8	40,1	197,5
Altri paesi industriali²							
1983	- 1,4	- 6,4	2,5	0,9	- 0,6	0,4	3,2
1984	- 0,3	- 6,3	6,8	-	0,4	- 0,3	6,9
1985	- 1,9	0,9	6,2	0,1	0,3	0,4	7,0
Consistenze alla fine del 1985	83,8	27,4	49,6	2,3	1,6	0,8	54,3
Paesi in via di sviluppo							
1983	- 0,1	- 7,9	0,4	4,7	- 0,9	-	4,2
1984	- 0,8	- 8,8	13,7	-	0,1	-	13,8
1985	4,3	3,6	13,5	0,9	0,6	-	15,0
Consistenze alla fine del 1985	121,4	39,7	167,3	14,7	3,6	-	185,6
di cui:							
Paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente³							
1983	0,2	- 1,5	- 8,2	4,3	- 0,2	-	- 4,1
1984	0,2	- 1,6	- 5,0	0,7	-	-	- 4,3
1985	- 0,1	0,4	3,8	0,7	0,1	-	4,6
Consistenze alla fine del 1985	23,1	7,6	41,5	12,0	1,3	-	54,8
Altri paesi							
1983	- 0,3	- 6,4	8,6	0,4	- 0,7	-	8,3
1984	- 1,0	- 7,2	18,7	0,7	0,1	-	18,1
1985	4,4	3,2	9,7	0,2	0,5	-	10,4
Consistenze alla fine del 1985	98,3	32,1	125,8	2,7	2,3	-	130,8
Totale							
1983	- 2,2	- 63,7	5,0	12,8	- 4,5	2,5	15,8
1984	- 1,7	- 68,8	25,0	- 0,1	1,1	- 7,1	18,9
1985	2,2	17,7	33,1	1,8	3,8	3,7	42,4
Consistenze alla fine del 1985	942,8	308,3	333,9	42,6	20,0	40,9	437,4
Posta per memoria:							
Paesi dell'Europa orientale⁴							
1983	(1,0) ⁵	(0,1) ⁵	1,8	-	-	-	1,8
1984	(0,6) ⁵	(- 0,2) ⁵	2,9	-	-	-	2,9
1985	(0,3) ⁵	(0,2) ⁵	4,9	-	-	-	4,9
Consistenze alla fine del 1985	(6,1) ⁵	(2,0) ⁵	27,7	-	-	-	27,7

¹ Riserve auree valutate ai prezzi di mercato. ² Esclusi i paesi dell'Europa orientale. ³ Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Oman e Qatar. 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, Polonia, Repubblica Democratica Tedesca, e URSS - i dati si riferiscono ai depositi lordi detenuti presso banche dichiaranti trimestralmente alla BRI. ⁵ Solo Romania e Ungheria.

posizioni di riserva sul FMI ha registrato un'espansione di \$3,8 e 1,8 miliardi rispettivamente.

L'incremento nel valore in dollari delle disponibilità ufficiali di DSP è principalmente dovuto agli effetti di valutazione (\$2 miliardi) e all'uso da parte del

FMI della propria dotazione di DSP per erogazioni ai paesi membri (\$ 1,5 miliardi). La limitata espansione delle posizioni di riserva sul Fondo – se si escludono gli effetti di valutazione si è in realtà avuta una contrazione di \$ 3,1 miliardi – ha riflesso un ulteriore calo nei prelievi netti e l'uso di DSP in sostituzione di monete dei paesi membri nella concessione di prestiti.

I prelievi lordi (esclusi quelli sulla *tranche* di riserva), pari a DSP 4 miliardi, sono ammontati solo a circa la metà del volume del 1984 e ad appena il 30% del livello massimo raggiunto nel 1983. Nello stesso tempo, i riacquisti di valuta sono aumentati da DSP 2,3 miliardi nel 1984 a DSP 3,6 miliardi nel 1985. Di conseguenza, i nuovi prelievi netti sono scesi da DSP 5 miliardi nel 1984 a soli DSP 0,4 miliardi, l'ammontare più basso dal 1980. I principali prenditori netti di crediti del Fondo sono stati i paesi dell'America Latina (DSP 1,4 miliardi) e, in particolare, l'Argentina (DSP 1 miliardo) e il Messico (DSP 0,3 miliardi). I PVS dell'Asia e i paesi membri europei hanno rimborsato DSP 0,6 miliardi ciascuno. Alla fine del 1985 erano in essere trentadue accordi *standby* e schemi di finanziamento allargato, mentre il margine totale non utilizzato sugli impegni del Fondo nel quadro di queste facilitazioni è sceso a DSP 4,7 miliardi, rispetto a DSP 6,6 miliardi nell'anno precedente.

Quanto alla distribuzione geografica della crescita complessiva di \$ 42,4 miliardi del valore in dollari delle riserve non auree nel 1985, quasi la metà va attribuita ai paesi del Gruppo dei Dieci. Le riserve degli altri paesi industriali sono aumentate di \$ 7 miliardi e quelle dei paesi in via di sviluppo di \$ 15 miliardi.

Tra i paesi del Gruppo dei Dieci, gli Stati Uniti hanno registrato l'incremento delle riserve di gran lunga più ampio, pari a \$ 8,3 miliardi in termini di dollari correnti. Le disponibilità in valuta sono aumentate di \$ 6,2 miliardi, di cui \$ 2 miliardi circa dovuti ad effetti di cambio, mentre il residuo è rappresentato in gran parte da introiti per acquisti ufficiali di valuta nel quadro degli interventi coordinati sui mercati dei cambi dello scorso anno. Il valore in dollari correnti delle riserve degli altri paesi del Gruppo dei Dieci si è accresciuto di \$ 12,1 miliardi, ma tale aumento è interamente attribuibile ad effetti di valutazione, in quanto questi paesi detengono quote relativamente ampie di riserve in monete diverse dal dollaro.

Fra i paesi europei del Gruppo dei Dieci le più ampie acquisizioni di riserve in termini di dollari correnti sono state ottenute dalla Francia (\$ 5,6 miliardi), che a tratti ha beneficiato di considerevoli afflussi di capitali, e dalla Germania (\$ 4,2 miliardi), le cui disponibilità in ECU hanno segnato un incremento particolarmente forte, pari a \$ 2,7 miliardi, principalmente per effetto dell'impiego da parte dell'Italia del nuovo meccanismo di mobilizzo dell'ECU (cfr. pag. 168). Anche il Regno Unito, che in settembre ha lanciato sul mercato internazionale un'emissione ufficiale di *notes* a tasso variabile, per \$ 2,5 miliardi, ha registrato un aumento di \$ 3,4 miliardi nel valore in dollari delle proprie riserve, nonostante gli interventi massicci effettuati occasionalmente sui mercati dei cambi a sostegno della sterlina. Per contro, le riserve non auree dell'Italia si sono ridotte di \$ 5,3 miliardi in seguito alle operazioni a sostegno della lira, particolarmente ingenti negli ultimi mesi dell'anno. Al di fuori dell'Europa, le disponibilità di riserve del Giappone e del Canada sono variate di poco, in quanto il deflusso di riserve connesso alle vendite ufficiali di dollari USA sul mercato dei cambi è stato compensato in Giappone dagli interessi percepiti sulle riserve in valuta e in Canada dal ricorso al credito sui mercati internazionali dei capitali.

Si può stimare che nel primo trimestre del 1986 le riserve non auree (escluse quelle in ECU) dei paesi del Gruppo dei Dieci siano aumentate di \$5,5 miliardi. Le disponibilità ufficiali in valuta si sono accresciute di \$4 miliardi, oppure di \$5,7 miliardi se si esclude la liquidazione di *swaps* di fine anno fra la Banca Nazionale Svizzera e le banche commerciali svizzere. L'ulteriore aumento nel valore in dollari delle riserve dei paesi del Gruppo dei Dieci ha riflesso in ampia misura il continuo deprezzamento del dollaro sui mercati dei cambi nel corso del trimestre. Consistenti acquisizioni di riserve valutarie sono state registrate, in particolare, in Germania (\$2 miliardi), Giappone (\$1,2 miliardi), Francia (\$1,1 miliardi) e Stati Uniti (\$1,1 miliardi). Per contro, le riserve in valuta dell'Italia si sono ridotte di \$2 miliardi, in quanto il paese ha fornito un considerevole sostegno alla propria moneta nei mesi di gennaio e di marzo.

Fra gli "Altri paesi industriali", lo scorso anno i miglioramenti delle riserve si sono per lo più concentrati nei paesi nordici, con un aumento delle disponibilità di Norvegia, Danimarca e Finlandia rispettivamente di \$4,6, 2,1 e 1 miliardo in termini di dollari correnti. In altre aree, le riserve si sono quasi triplicate in Portogallo, dove sono aumentate di \$0,9 miliardi, portandosi a \$1,4 miliardi. Perdite consistenti di riserve sono state registrate da Australia (-\$1,7 miliardi) e Spagna (-\$0,8 miliardi); quest'ultimo paese ha tuttavia effettuato rimborsi netti per \$4,2 miliardi sul debito estero.

L'incremento di \$15 miliardi nel valore in dollari delle riserve dei PVS nel 1985 non si è distribuito in modo uniforme. I paesi dell'America Latina, che nel 1984 avevano registrato notevoli acquisizioni di riserve, hanno subito nel complesso leggere perdite. Il Venezuela e l'Argentina hanno conseguito incrementi di \$1,4 e 1,2 miliardi rispettivamente (dati relativi al mese di ottobre), mentre il Messico ha attinto alle proprie riserve per \$2,4 miliardi, e il Brasile ha registrato un calo di \$0,9 miliardi.

Al di fuori dell'America Latina, l'aumento di riserve di gran lunga maggiore fra i PVS è stato quello conseguito da Taiwan, le cui disponibilità non auree sono aumentate di \$6,9 miliardi, raggiungendo un totale di \$22,6 miliardi, superiore di oltre dieci volte al livello di cinque anni prima. Gli altri paesi dell'Asia che hanno registrato miglioramenti consistenti sono stati Singapore (\$2,4 miliardi), Malesia (\$1,2 miliardi) e India (\$0,7 miliardi). Per contro, la Cina, che negli anni precedenti aveva incrementato sensibilmente le proprie riserve, ha ridotto le sue disponibilità di \$4,6 miliardi nel 1985, per contribuire al finanziamento di un volume molto maggiore di importazioni.

I paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente, dopo aver ridotto di \$4,3 miliardi le proprie riserve nel 1984, le hanno ricostituite nella misura di \$4,6 miliardi lo scorso anno. Considerevoli acquisizioni di riserve sono state notificate dalla Libia e dal Kuwait (\$2,3 e 0,9 miliardi rispettivamente). Al di fuori del Medio Oriente, l'Algeria ha quasi raddoppiato le proprie riserve, salite a \$2,8 miliardi.

Per quanto concerne l'impiego delle riserve valutarie, l'aspetto saliente del 1985 è che la loro crescita pare aver riguardato esclusivamente le riserve collocate al di fuori degli Stati Uniti, mentre le attività ufficiali detenute in questo paese non hanno segnato alcun aumento. Infatti le passività dichiarate degli Stati Uniti nei confronti di detentori ufficiali esteri, esclusi i dollari oggetto di *swaps* contro ECU, sono diminuite di \$2,2 miliardi. Inoltre, sul totale degli impieghi in valuta al di fuori degli Stati Uniti, la quota delle attività in dollari si è ridotta in modo considerevole.

I depositi ufficiali in eurodollari, che nel 1984 erano aumentati di \$8,7 miliardi, si sono accresciuti solo di \$1,1 miliardi lo scorso anno. Questo rallentamento è stato più che compensato dalla più rapida crescita nel valore in dollari delle riserve valutarie detenute in altre monete sotto forma di depositi, sia in eurovalute sia presso banche commerciali sui mercati interni al di fuori degli Stati Uniti. L'aumento di tali attività denominate in monete diverse dal dollaro, pari a quasi \$13 miliardi, è stato superiore di circa tre volte a quello del 1984 ed ha portato a \$52,5 miliardi l'ammontare totale delle attività non in dollari detenute presso le banche commerciali al di fuori degli Stati Uniti. Tuttavia la maggior parte di questa crescita è dovuta ad effetti di valutazione connessi al deprezzamento del dollaro, mentre in volume l'aumento è stato di soli \$3 miliardi.

Struttura degli impieghi delle riserve valutarie

Voci	Flussi				Consistenze a fine 1985
	1982	1983	1984	1985	
in miliardi di dollari USA					
1. Depositi presso banche nei paesi europei ¹ , in Canada e in Giappone:					
a) sui mercati nazionali	- 3,4	- 1,4	1,0	4,8	17,0
marchi tedeschi	- 0,5	- 0,8	- 0,7	0,6	1,8
franchi svizzeri	- 1,3	- 0,4	-	0,4	1,3
yen	- 0,4	- 0,3	1,6	2,1	8,4
sterline	- 0,1	0,4	0,4	1,4	4,0
franchi francesi	- 0,2	-	-	0,2	0,7
altre monete	- 0,9	- 0,3	- 0,3	0,1	0,8
b) sugli euromercati	-24,4	- 6,0	10,3	9,1	95,2
dollari	-12,2	- 8,4	7,3	1,0	60,3
marchi tedeschi	- 6,9	2,0	2,8	3,5	20,0
franchi svizzeri	- 2,9	- 0,5	-	0,4	4,0
yen	- 0,8	1,2	0,5	2,6	5,5
sterline	- 0,6	- 0,1	-	0,1	0,5
franchi francesi	- 1,4	- 0,1	0,1	-	0,4
altre monete ²	0,4	- 0,1	- 0,4	1,5	4,5
2. Depositi presso alcune filiali offshore di banche USA ³	- 1,8	0,1	1,6	0,1	5,0
Totale 1 + 2	-29,6	- 7,3	12,9	14,0	117,2
di cui: dollari	-13,9	- 8,3	8,7	1,1	64,7
altre monete	-15,7	1,0	4,2	12,9	52,5
Posta per memoria:					
passività USA dichiarate verso istituzioni ufficiali estere (esclusi i dollari oggetto di swap contro ECU)	2,8	6,5	4,7	- 2,2	168,1
totale dei depositi dei paesi OPEC ⁴ presso le banche dichiaranti ⁵ al di fuori degli Stati Uniti	-27,4	-17,1	- 4,7	11,3	138,4

Nota: le cifre riportate in tabella comprendono le variazioni nel valore in dollari delle riserve detenute in altre monete 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 a partire dal 1984 includono anche i dati per la Finlandia, la Norvegia e la Spagna. ² Inclusi i depositi in ECU. ³ Nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ⁴ I flussi a partire dal 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 a partire dal 1984 includono, inoltre, i dati di tutte le banche nelle Bahamas, Isole Cayman, Hong Kong e Singapore, di tutti gli stabilimenti offshore nel Bahrain e di tutte le banche offshore operanti nelle Antille Olandesi.

Va notato che la crescita complessiva di \$ 14 miliardi nelle riserve valutarie identificate, indicata nella tabella precedente, ammonta solo al 40% dell'incremento delle riserve in valuta detenute al di fuori degli Stati Uniti (\$ 35,3 miliardi). I restanti \$ 21 miliardi sono essenzialmente attribuibili a tre fonti: anzitutto alle riserve detenute presso le banche centrali al di fuori degli Stati Uniti, che pare siano aumentate di oltre \$ 7 miliardi lo scorso anno, principalmente per effetto di acquisizioni di riserve in valuta degli Stati Uniti; in secondo luogo, alle riserve detenute sui mercati nazionali diversi da quello statunitense, ma al di fuori del settore bancario, ad esempio sotto forma di strumenti del mercato monetario o di altri titoli, il cui aumento ha ampiamente rispecchiato effetti di valutazione; e in terzo luogo, agli impieghi di riserve ufficiali sui mercati delle *euronotes* o delle euroobbligazioni, specie a tasso variabile e con durata residua relativamente breve. Tuttavia, sono disponibili dati statistici assai limitati su questo aspetto della politica di collocamento delle riserve.

In sintesi, mentre il pronunciato deprezzamento della moneta americana sui mercati dei cambi nel 1985 ha accresciuto il valore, in termini di dollari correnti, delle riserve valutarie in monete diverse dal dollaro, esso non ha dato luogo a nessun significativo spostamento di fondi ufficiali dal dollaro ad altre monete di riserva. Nonostante le massicce vendite ufficiali di dollari per interventi sui mercati dei cambi, i saldi ufficiali identificati in dollari sono diminuiti solo di circa \$ 1 miliardo. Inoltre, l'aumento registrato lo scorso anno nelle riserve valutarie degli Stati Uniti, in particolare, può essere considerato come un fattore potenziale di sostegno della stabilità del mercato dei cambi in futuro. Esso consentirebbe alle autorità statunitensi di continuare a svolgere un ruolo importante negli interventi coordinati, qualora la situazione del dollaro sul mercato dei cambi dovesse mutare radicalmente rispetto a quella prevalsa durante lo scorso anno.

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. Nel corso dell'anno un gruppo di studio, istituito dal Comitato e composto da funzionari delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci, ha predisposto per i Governatori di queste banche centrali un rapporto sulle recenti innovazioni nell'attività bancaria internazionale. Tale rapporto è stato pubblicato nell'aprile 1986. La Banca ha altresì continuato a raccogliere, analizzare e distribuire dati statistici concernenti gli sviluppi dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale.

Il Comitato per la regolamentazione e la vigilanza bancaria si è riunito quattro volte nel 1985. Oltre ad esaminare gli sviluppi attinenti alla vigilanza nei singoli paesi membri, il Comitato ha dedicato particolare attenzione al problema dell'adeguatezza di capitale delle banche internazionali e all'espansione delle loro operazioni fuoribilancio. Per quanto concerne il primo aspetto, il Comitato ha elaborato un insieme di criteri di misurazione fungenti da raccordo fra le diverse procedure contabili e di vigilanza in uso nei vari paesi, in modo da consentire raffronti internazionali di massima dei parametri di adeguatezza del capitale delle banche. I risultati ottenuti dall'applicazione di questi criteri sono stati esaminati nel corso dell'anno. Poiché lo sviluppo e la proliferazione di nuove tecniche nella gestione delle operazioni fuoribilancio delle banche hanno parimenti implicazioni sul grado di adeguatezza del capitale, il Comitato ha compiuto uno studio su tale categoria di operazioni e sul suo appropriato trattamento ai fini della vigilanza. Il relativo rapporto, dal titolo

"The management of banks' off-balance-sheet exposures: a supervisory perspective", è stato distribuito alle banche commerciali agli inizi del 1986.

I membri del Gruppo di esperti sui sistemi di pagamento hanno proseguito il regolare scambio di informazioni sull'evoluzione dei mezzi e dei sistemi di pagamento nei rispettivi paesi e il raffronto tra le esperienze maturate in diversi campi specifici, quali il servizio *cheque truncation* (sostituzione del trasferimento materiale degli assegni con la trasmissione elettronica dei loro dati essenziali) ed i pagamenti elettronici ai punti di vendita. Essi hanno inoltre preso in esame i sistemi di telecomunicazione istituiti per la trasmissione di messaggi bancari ed hanno analizzato le ripercussioni che gli attuali sviluppi avranno certamente sul ruolo e sull'organizzazione sia delle banche centrali sia dei settori bancari nazionali.

Nel corso dell'anno, il Gruppo di esperti di informatica ha effettuato l'aggiornamento del repertorio delle procedure elettroniche applicate presso le banche centrali, sulla base di un questionario a sua volta modificato in funzione degli sviluppi più recenti nel campo dell'elaborazione dei dati. Pur non perdendo di vista gli aspetti puramente tecnici (sono stati altresì esaminati alcuni dei problemi posti dall'interconnessione di reti eterogenee), il Gruppo ha dedicato particolare attenzione a questioni di ordine più generale, nella consapevolezza che i sistemi informativi ad accesso multiplo sono destinati a produrre cambiamenti nell'ambito delle banche centrali. Ad esempio, esso ha studiato ciò che costituisce uno dei modi migliori per far fronte a questi cambiamenti, ossia la loro pianificazione attraverso la stesura di programmi-pilota. Il Gruppo ha inoltre effettuato un'analisi degli influssi che questi sviluppi avranno senz'altro sul ruolo e sulla composizione dei quadri addetti ai servizi di elaborazione dei dati e sulle relazioni fra tali servizi e gli utenti.

Il Gruppo di esperti sulle questioni relative alla banca dei dati monetari ed economici ha raggiunto obiettivi da tempo perseguiti in materia di trasmissione automatizzata di statistiche macroeconomiche e della documentazione attinente, nel quadro del progetto di sviluppo di una banca dei dati pienamente funzionale ad uso delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e della BRI. Nel corso dell'anno sono stati inoltre compiuti notevoli progressi nella trasmissione e ricezione automatizzata di statistiche sull'attività bancaria internazionale. Nel corso delle riunioni del Gruppo è stata data crescente importanza alle questioni concernenti l'impiego della banca dei dati e, in particolare, alla riconferma degli accordi per la tempestiva disponibilità di serie statistiche aggiornate e rivedute.

Sono proseguite a Basilea, con l'assistenza dei servizi di Segretariato forniti dalla Banca, 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) ed 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 1985, i cambiamenti strutturali in campo finanziario e le loro ripercussioni sulla politica monetaria).

Durante l'esercizio finanziario 1985-86, così come negli anni precedenti, 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 redatto e adottato i testi giuridici necessari all'attuazione di un complesso di misure miranti a rafforzare lo SME, migliorando le condizioni per l'uso e la detenzione di disponibilità ufficiali in ECU. La maggior parte di queste misure, sulle quali era stato raggiunto un accordo di massima il 12 marzo 1985 (si veda la cinquantacinquesima Relazione annuale, pagina 176), è entrata in vigore il 1° luglio 1985. A decorrere da questa data, è stata applicata la nuova formula di remunerazione delle posizioni nette in ECU; un'altra delle misure comprese nel "pacchetto" del luglio 1985 - cioè il meccanismo di mobilizzo delle disponibilità ufficiali in ECU presso le banche centrali membri tramite il FECoM - ha avuto attuazione per la prima volta nel dicembre 1985. Infine, dal novembre 1985 è stata conferita al FECoM la facoltà di accordare lo status di "altri detentori" di ECU ufficiali a banche centrali di paesi non membri della CEE e ad istituzioni monetarie internazionali. La BRI è stata la prima istituzione che ha ottenuto questo status nel gennaio 1986.

La Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Agente del FECoM, 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 1985 al 31 marzo 1986 gli interventi effettuati dalle banche centrali dello SME nelle valute di altri paesi membri non hanno dato luogo ad operazioni di finanziamento o di regolamento per il tramite del FECoM. Tuttavia, dopo il riallineamento delle parità del 7 aprile 1986, nei conti del Fondo sono stati registrati interventi di elevato importo. Il volume di ECU emesso dal FECoM attraverso le operazioni trimestrali di *swap* con ciascuna delle banche centrali comunitarie (eccettuate la Banca di Spagna e la Banca del Portogallo che non fanno parte dello SME, ma compresa la Banca di Grecia che dal gennaio 1986 partecipa al meccanismo di creazione dell'ECU) ammontava al 31 marzo 1986 ad un totale di ECU 43,8 miliardi, equivalenti a circa \$USA 41 miliardi al tasso di cambio corrente a quella data. Va rilevato che al 31 marzo 1985 il volume di ECU era

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

ammontato a quasi ECU 52 miliardi; la diminuzione di circa ECU 8 miliardi nell'arco di un anno è dovuta alla flessione del prezzo dell'oro e del tasso di cambio del dollaro. I trasferimenti di ECU tra i conti "riserve in ECU" delle banche centrali dello SME e degli interessi corrisposti sulle posizioni nette in ECU delle banche centrali medesime sono ammontati a circa ECU 3,3 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 dai mutuatari, e trasferito ai creditori della Comunità, gli importi dovuti per interessi maturati, premi, commissioni e spese sui prestiti in essere. Esso ha inoltre effettuato le transazioni finanziarie connesse alle seguenti operazioni attinenti ai prestiti collocati per conto della Francia e della Grecia.

1) La prima *tranche*, di \$USA 650 milioni, del prestito bancario consorziale a tasso variabile 1983-1990, per complessivi \$USA 1.240 milioni, il cui ricavato era stato mutuato alla Repubblica francese nel 1983, è stata rimborsata anticipatamente, mentre la seconda *tranche* di questo prestito, pari a \$USA 590 milioni, è stata convertita in due distinte emissioni pubbliche collocate sul mercato USA sotto forma di *notes* denominate in \$USA e precisamente:

- \$USA 240 milioni, *notes* 1985-88, 9¼% annuo;
- \$USA 350 milioni, *notes* 1985-1990, 9⅝% annuo.

2) In base alla decisione del Consiglio delle Comunità europee del 9 dicembre 1985 e ai sensi del Regolamento (CEE) N. 682/81, che modifica il meccanismo dei prestiti comunitari a sostegno delle bilance dei pagamenti dei paesi membri, la Comunità ha concesso alla Repubblica ellenica un prestito suddiviso in due *tranches* di uguale importo, per un totale di ECU 1.750 milioni, ovvero l'equivalente in altre monete. La prima *tranche* è stata messa a disposizione della Grecia alla conclusione delle operazioni di collocamento effettuate in gennaio, febbraio e marzo 1986, comprendenti le seguenti quattro emissioni pubbliche:

- ECU 350 milioni, *notes* a tasso variabile 1986-1993;
- \$USA 150 milioni, *notes* 1986-1991, 8⅝% annuo;
- DM 500 milioni, *notes* a tasso variabile 1986-1992;
- FS 227 milioni, *notes* 1986-1992, 4⅞ annuo.

La seconda *tranche* verrà probabilmente messa a disposizione ad un anno di distanza dal versamento della prima, cioè agli inizi del 1987.

La tabella che segue indica, alla data del 31 marzo 1986, il totale in essere delle operazioni finanziarie attive e passive della Comunità ai sensi dei Regolamenti del Consiglio (CEE) N. 682/81 e N. 543/85.

Prestiti comunitari in essere

Paesi mutuatari	dollari USA	marchi tedeschi	franchi svizzeri	ECU
	milioni			
Francia	2.740	-	-	150
Grecia	150	500	227	350
Totale	2.890	500	227	500

2. Il sistema di compensazione delle transazioni in ECU private

Nel febbraio 1986 la BRI ha accettato di assumere le funzioni di agente del sistema di compensazione e di regolamento di ECU private, istituito dall'Associazione bancaria per l'ECU. A tal fine essa ha sottoscritto un accordo con l'Associazione medesima in data 21 marzo 1986. Il sistema di compensazione dovrebbe diventare operativo, dopo la definizione dei particolari tecnici, nel corso dell'esercizio finanziario 1986-87.

1) Nel febbraio 1983 la Banca era stata interpellata da un gruppo di lavoro istituito da un certo numero di banche commerciali e dalla Banca europea per gli investimenti, sotto l'egida della Commissione delle Comunità europee, in vista della creazione di un sistema di compensazione delle operazioni in ECU private. Dopo un esame della questione con il Comitato dei governatori delle banche centrali dei paesi membri della Comunità economica europea, è stato deciso l'avvio di trattative con le banche, a condizione che il sistema prospettato operasse esclusivamente nell'ambito dei rapporti tra la BRI e le banche commerciali e non contravvenisse alle norme valutarie in vigore, né fosse in conflitto con gli obiettivi di politica monetaria dei paesi interessati.

I negoziati con la BRI, entrati in una fase attiva nel giugno 1984, hanno consentito di creare un sistema di compensazione che è stato infine adottato nel marzo 1986.

2) La struttura e il funzionamento del sistema di compensazione si basano su tre istituzioni:

- l'Associazione bancaria per l'ECU, creata con lo scopo generale di facilitare le transazioni in ECU private ed al fine particolare di attuare un sistema di compensazione e di regolamento dell'ECU. Possono aderire a questa Associazione le banche che abbiano la loro sede o una filiale in un paese della CEE e dimostrino un sufficiente interesse allo sviluppo delle transazioni in ECU. Le banche partecipanti che soddisfino determinati criteri stabiliti dalla BRI e dall'Associazione possono ottenere la designazione di banche di compensazione. Questi criteri, che si riferiscono principalmente al livello di attività sul mercato dell'ECU, consentono tuttavia a ciascun paese membro della CEE di essere rappresentato da almeno una delle proprie banche;
- un centro di registrazione, S.W.I.F.T., sarà impiegato per effettuare la compensazione sotto il profilo tecnico. In pratica, ciascuna banca del sistema sarà direttamente collegata con un elaboratore centrale di compensazione;
- la BRI, in qualità di agente delle banche di compensazione, opererà da banca di regolamento per il sistema di compensazione; essa riceverà depositi in ECU dalle suddette banche e i saldi definitivi verranno regolati attraverso questi conti.

In pratica, il sistema funzionerà nel modo seguente:

- la BRI, in qualità di agente delle banche di compensazione, aprirà a loro nome dei conti di compensazione provvedendo alla loro tenuta;
- ciascuna banca di compensazione aprirà a sua volta un conto a vista in ECU nei libri della BRI;

- ogni giorno lavorativo le banche di compensazione potranno trasmettersi, per il tramite del centro di registrazione, ordini di pagamento in ECU. Trattandosi di un sistema chiuso - cioè la somma degli accrediti e la somma degli addebiti dovranno necessariamente pareggiarsi - le banche di compensazione con posizione debitoria potranno ottenere fondi in ECU da banche creditrici;
- per bilanciare i saldi residui la BRI, dopo essersi assicurata che tutte le posizioni debitorie siano coperte da posizioni creditorie dei conti a vista in ECU delle rispettive banche, procederà alle operazioni di regolamento.

Il numero limitato di banche di compensazione ammesse in un primo tempo a partecipare al sistema sarà gradualmente ampliato.

3. Le operazioni del Dipartimento bancario

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1986, certificati dai revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro*.

Al 31 marzo 1986, il totale di bilancio	F. oro 26.558.446.075
ammontava a	F. oro 22.851.917.382
contro, al 31 marzo 1985,	F. oro 3.706.528.693
L'aumento è stato quindi di	
ossia del 16%.	

Come si può rilevare dalla tabella seguente, questa espansione è notevolmente superiore a quelle registrate alla fine dei precedenti esercizi finanziari. Essa è dovuta in ampia misura al sensibile incremento del valore in franchi oro delle poste di bilancio denominate in monete diverse dal dollaro USA.

Va notato che l'apprezzamento delle monete in questione ha avuto luogo durante tutto l'esercizio finanziario, con l'eccezione del mese di marzo 1986, parallelamente agli andamenti sui mercati dei cambi.

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
1982	19.057	- 669	- 3
1983	20.358	+ 1.301	+ 7
1984	21.276	+ 918	+ 5
1985	22.852	+ 1.576	+ 7
1986	26.558	+ 3.706	+ 16

Le variazioni mensili nelle risorse in termini reali sono state modeste durante la prima parte dell'esercizio; in seguito i movimenti in entrambe le direzioni sono stati molto più ampi.

* 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 1,94149 ...); tutte le altre partite in valuta sono state convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

Alla fine di febbraio 1986 il totale di bilancio raggiungeva il suo livello piú alto, pari a 27.873 milioni di franchi oro, per poi diminuire nell'ultimo mese dell'esercizio.

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 al 31 marzo 1986 ammontava all'equivalente di 1.155 milioni di franchi oro (contro 1.164 e 1.232 milioni di franchi oro rispettivamente alla fine dei due precedenti esercizi finanziari).

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			
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
1986	1.204	24.684	670	26.558

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 1985-86 F. oro 523.952.793

contro 499,6 milioni di franchi oro al 31 marzo 1985; la differenza di 24,4 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 1985-86 F. oro 332.930.236

contro 296,3 milioni di franchi oro al 31 marzo 1985; il proposto trasferimento al Fondo, dall'utile netto, è di 36,6 milioni di franchi oro.

Dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1985-86 le riserve totali della Banca ammontano pertanto a F. oro 908.483.397

con un aumento di 61 milioni di franchi oro.

c) *Partite varie* F. oro 651.824.211

rispetto a 373 milioni di franchi oro al 31 marzo 1985.

Va rilevato che durante l'esercizio finanziario 1984-85 questa posta era rimasta praticamente invariata, mentre lo scorso anno essa ha segnato un forte aumento di 279 milioni di franchi oro.

Come menzionato in precedenza, le poste denominate in monete diverse dal dollaro USA hanno risentito dell'aumento del valore in franchi oro delle monete in questione. Questa variazione ha influito anche sulle "Partite varie".

d) *Conto profitti e perdite, prima della ripartizione* F. oro 80.171.806

Tale importo rappresenta l'utile netto per l'esercizio 1985-86.

I particolari delle proposte di ripartizione dell'utile netto, in conformità delle disposizioni dell'articolo 51 dello Statuto, sono riportati nel paragrafo 4. di questo capitolo. In particolare, è previsto che un importo di 19.171.806 franchi oro, che appare dal lato del passivo del Bilancio (rispetto a 13.366.633 franchi oro nel precedente esercizio) sia accantonato a fronte del dividendo di 155 franchi svizzeri per azione pagabile il 1° luglio 1986. Nel 1985 l'importo del dividendo unitario era ammontato a 145 franchi svizzeri.

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
	1985	1986	
milioni di franchi oro			
Depositi di banche centrali	21.104	23.836	+ 2.732
Depositi di altri depositanti	219	848	+ 629
Totale	21.323	24.684	+ 3.361

L'espansione nel totale di bilancio va principalmente ascritta all'aumento delle risorse esterne. I depositi delle banche centrali si sono accresciuti del 13% e ancor più pronunciato, in termini relativi, è stato l'incremento dei depositi di altri depositanti, dovuto soprattutto ai nuovi fondi affluiti da varie organizzazioni internazionali.

Pertanto, la quota dei depositi di banche centrali sulle risorse totali è scesa al 96,6% rispetto al 99% alla fine del precedente esercizio finanziario.

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
	1985	1986		1985	1986		1985	1986	
milioni di franchi oro									
A vista	4.314	4.426	+ 112	312	924	+ 612	4.626	5.350	+ 724
Fino a tre mesi	78	10	- 68	15.238	18.611	+3.373	15.316	18.621	+3.305
Ad oltre tre mesi	-	-	-	1.381	713	- 668	1.381	713	- 668
Totale	4.392	4.436	+ 44	16.931	20.248	+3.317	21.323	24.684	+3.361

Tutte le variazioni riportate nella tabella precedente mostrano una tendenza all'accorciamento delle scadenze delle risorse ricevute sui conti vincolati. Mentre la quota dei depositi a vista, 21,7%, è rimasta invariata, quella dei depositi fino a tre mesi è aumentata dal 71,8 al 75,4%; le risorse ad oltre tre mesi, per contro, sono scese ad appena il 2,9%, rispetto al 6,5% al 31 marzo 1985.

A fronte dell'incremento complessivo dei depositi, la quota delle risorse in oro si è ridotta dal 20,6% a solo il 18%, mentre quella dei depositi in valuta è salita dal 79,4 all'82%.

a) Depositi in oro F. oro 4.435.521.350

contro 4.392 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio 1984-85, con un aumento di 44 milioni.

L'espansione dei depositi a vista ha interamente compensato il calo dei depositi vincolati ed ha rispecchiato altresì nuovi afflussi netti.

b) Depositi in valuta F. oro 20.247.742.186

contro 16.931 milioni alla fine dell'esercizio precedente, con un aumento di 3.317 milioni di franchi oro, ossia del 19,6%. I nuovi depositi sono stati effettuati prevalentemente in dollari USA.

L'espansione è dovuta principalmente all'aumento dei depositi con scadenza fino a tre mesi. Anche i depositi a vista hanno segnato un aumento, mentre vi è stato un calo di quelli ad oltre tre mesi.

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	
	1985	1986		
	milioni di franchi oro			
Attività a vista				
Oro	5.021	5.071	+ 50	
Valute	5 5.026	10 5.081	+ 5	+ 55
Buoni del Tesoro				
Valute	453	919		+ 466
Depositi vincolati ed anticipazioni				
Oro	77	81	+ 4	
Valute	14.594 14.671	17.959 18.040	+ 3.365	+ 3.369
Altri titoli				
Valute	2.685	2.506		- 179
Totale				
Oro	5.098	5.152	+ 54	
Valute	17.737 22.835	21.394 26.546	+ 3.657	+ 3.711

a) Oro F. oro 5.071.339.196

contro 5.021 milioni di franchi oro al 31 marzo 1985, corrispondente ad un aumento di 50 milioni di franchi oro.

La variazione rispecchia, da un lato, l'afflusso netto di depositi delle banche centrali e, dall'altro, i collocamenti netti di oro sul mercato.

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F. oro 10.349.300
rispetto a 5,2 milioni di franchi oro al 31 marzo 1985.

c) Buoni del Tesoro F. oro 919.176.628

Durante l'esercizio trascorso questa posta, che in precedenza ammontava a soli 453 milioni di franchi oro, si è più che raddoppiata.

I buoni del Tesoro in questione sono stati acquisiti su vari mercati e sono denominati per la maggior parte in dollari USA e in marchi tedeschi.

d) Depositi vincolati ed anticipazioni F. oro 18.039.462.503

rispetto a 14.671 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio finanziario; si è pertanto registrato un aumento di 3.369 milioni, ovvero del 23%.

L'andamento degli impieghi in valuta riflette l'espansione delle risorse. L'aumento di 3.365 milioni comprende anche l'utilizzo da parte del Fondo monetario internazionale del saldo della linea di credito per DSP 2.505 milioni ad esso accordata dalla Banca nel 1984.

e) Altri titoli F. oro 2.506.303.807

con una leggera flessione di 179 milioni di franchi oro rispetto all'importo di 2.685 milioni registrato al 31 marzo 1985.

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
	1985	1986	
	milioni di franchi oro		
Fino tre mesi	14.077	17.459	+ 3.382
Ad oltre tre mesi	3.279	3.087	- 192
Totale	17.356	20.546	+ 3.190

Si può osservare che, in linea con l'accorciamento medio delle scadenze dal lato delle risorse esterne, vi è stato un aumento degli impieghi con vita residua non superiore a tre mesi, mentre il volume delle operazioni a più lungo termine ha registrato un calo.

Di conseguenza, a fine esercizio, le transazioni con scadenza fino a tre mesi rappresentavano l'85% del totale e quelle a più lungo termine il 15% (a fronte dell'81,1 e 18,9% rispettivamente al 31 marzo 1985).

f) Partite varie F. oro 11.814.640
rispetto a 16,5 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio 1984-85.

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 54.494.512 rispetto ad un saldo negativo di 44,3 milioni al 31 marzo 1985; la variazione di questo saldo è dovuta principalmente all'aumento nel quantitativo di oro oggetto di operazioni di riporto (oro ricevuto a pronti) contro valute.

4. La ripartizione dell'utile netto

I conti relativi al cinquantaseiesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1986, presentano un risultato netto di gestione di 81.718.965 franchi oro a fronte di 71.206.434 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 solo di poco inferiori a quelli del 1984-85.

Il risultato di gestione è al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 17.649.171 franchi oro; l'incremento rispetto all'importo di 14.140.343 franchi oro dell'esercizio precedente riflette in parte l'aumento 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 sono aumentate di circa l'11%.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 1.547.159 franchi oro all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione. Dedotto questo trasferimento, l'utile netto ammonta a 80.171.806 franchi oro, contro 68.366.633 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 80.171.806 franchi oro nel modo seguente:

- 1) un importo di 19.171.806 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 155 franchi svizzeri per azione;
- 2) un importo di 24.400.000 franchi oro al Fondo di riserva generale; e
- 3) un importo di 36.600.000 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 1986 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1986.

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 1986 e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in calce al Bilancio.

5. 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 1985-86 la Banca, in veste di Terzo Designato ai termini di un contratto stipulato con la CECA, ha ricevuto l'equivalente di circa 85.000 franchi oro per il servizio dell'ultimo prestito in essere - il Prestito Garantito al 5,25% (15ª serie) 1961-1986 del valore nominale di F. luss. 100.000.000. L'importo ricevuto comprende gli interessi maturati al 16 gennaio 1986, data di rimborso finale, oltre al capitale dovuto a quella data.

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.

La Banca ha altresì svolto le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni convalidate del Prestito internazionale del governo austriaco 1930; nel dicembre 1985, in conformità dell'articolo XXIV dell'Obbligazione generale del 30 giugno 1930, il Fiduciario ha versato al governo austriaco tutti gli importi non riscossi dai detentori di obbligazioni convalidate ancora in essere e delle relative cedole.

6. I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Nella riunione del Consiglio tenuta il 10 settembre 1985, il Presidente ha annunciato che il Signor Michael J. Balfour era in procinto di lasciare la Banca di Inghilterra e, di conseguenza, la carica di Sostituto del Signor Leigh-Pemberton, Governatore della Banca d'Inghilterra. Il Presidente ha espresso l'apprezzamento della Banca per gli eminenti servizi resi dal Signor Balfour durante un periodo di oltre tredici anni.

Nella successiva riunione, svoltasi il 12 novembre 1985, il Presidente ha informato il Consiglio che il Signor Leigh-Pemberton aveva designato il Signor J.E.W. Kirby, in luogo del Signor Balfour, ad esercitare le funzioni di suo Sostituto in assenza del Signor Loehnis.

Nel corso della stessa riunione il Signor Bernard Clappier, il cui mandato in qualità di Consigliere veniva a scadere il 27 novembre, è stato riconfermato nell'incarico dal Signor Camdessus, Governatore della Banca di Francia, in base

all'articolo 27(2) dello Statuto, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 27 novembre 1988.

Parimenti nella riunione di novembre, il Presidente ha informato il Consiglio che il Signor Clappier gli aveva comunicato il desiderio di non essere rieletto Vice Presidente allo scadere del suo mandato, il 27 novembre 1985. Il Presidente ha espresso la più sincera gratitudine del Consiglio per l'inestimabile contributo e i saggi consigli forniti dal Signor Clappier durante il periodo della sua permanenza in carica. Nel corso della stessa riunione Lord Richardson of Duntisbourne è stato eletto Vice Presidente del Consiglio per un periodo di tre anni che si concluderà il 27 novembre 1988.

Il mandato del Signor Pierre Languetin in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 31 marzo 1986, è stato rinnovato, in base all'articolo 27(3) dello Statuto, nel corso della riunione del Consiglio tenuta l'11 marzo 1986, per un ulteriore periodo di tre anni che terminerà il 31 marzo 1989.

Per quanto concerne la Direzione della Banca, nella riunione del 14 maggio 1985 il Consiglio ha nominato il Signor Marten de Boer alla carica di Direttore dal 1° settembre 1985.

Il Dott. Warren D. McClam, che era entrato a far parte della BRI nel febbraio del 1954 ed aveva ricoperto la carica di Direttore nel Dipartimento Monetario ed Economico dall'aprile 1981, ha lasciato la Banca alla fine di giugno del 1985. Nella riunione del Consiglio del 10 giugno 1985 il Presidente ha ringraziato il Dott. McClam a nome di tutti i membri del Consiglio per i preziosi servizi resi durante un periodo di oltre trentuno anni.

Nella riunione del Consiglio tenuta il 9 luglio 1985, il Presidente ha informato il Consiglio della nomina a Condirettore del Dott. Joseph R. Bisignano con decorrenza dal 1° novembre 1985.

Il Signor Maurice Toussaint, che aveva preso servizio alla BRI come Direttore nel Dipartimento Bancario nel luglio 1971, ha lasciato la Banca alla fine di febbraio del 1986. Nella riunione del Consiglio svoltasi l'11 febbraio 1986, il Presidente ha espresso l'apprezzamento della Banca per il contributo fornito dal Signor Toussaint all'attività dell'Istituto durante un periodo di quasi quindici anni.

Il 31 marzo 1986 il Signor Roger G. Stevenson, Direttore Supplente nel Dipartimento Bancario, ha lasciato la Banca dopo oltre ventitré anni di leale servizio. Il Presidente gli ha tributato gli omaggi del Consiglio nella seduta dell'11 marzo 1986.

Nella stessa riunione il Presidente ha annunciato che la Banca aveva deciso di conferire la nomina di Vice Capo del Dipartimento Monetario ed Economico, con decorrenza dal 1° aprile 1986, al Signor M. G. Dealtry, Direttore, in riconoscimento della sua lunga esperienza e dell'importante ruolo svolto nella conduzione di tale Dipartimento, e di promuovere il Dott. G. Baer al grado di Condirettore, parimenti con decorrenza dal 1° aprile 1986.

CONCLUSIONI

Quali sono gli elementi di spicco che risultano dall'esame dei recenti sviluppi economici, e quali sono le prospettive per il futuro? Gli andamenti favorevoli nel corso del 1985 e nei primi mesi di quest'anno senz'altro danno motivo di sperare che i molti problemi restanti possano essere, se non risolti, quanto meno ridotti di ampiezza. Tuttavia, tale speranza risulta fondata soltanto nella misura in cui questi andamenti favorevoli non siano dipesi unicamente da circostanze fortuite, bensì da una rinnovata vitalità propria delle economie, da un rinvigorismento delle forze del mercato e, almeno in parte, da una buona politica economica a livello nazionale ed internazionale.

Volendo individuare quei fattori che possono essere stati dei semplici colpi di fortuna per i responsabili delle politiche nei paesi industriali, pare che essi si limitino ad una sola area: quella dei prezzi delle materie prime, e in particolare del petrolio. Per i paesi industriali il calo dei prezzi del petrolio si presenta come uno sviluppo particolarmente favorevole: esso ha ridotto il costo dell'energia in generale, ha determinato un ulteriore sensibile declino dei tassi di inflazione e tenderà a dare impulso alla crescita economica. Il cartello OPEC era stato in grado di mantenere sostenuti i prezzi del petrolio per un periodo assai più lungo di quanto molti osservatori si aspettassero alla fine del 1973, riuscendo addirittura ad imporre nuovi forti rincari fra il 1979 ed il 1981. Il cartello si è infine sgretolato, in primo luogo a causa della costante crescita dell'offerta proveniente da fonti non OPEC e, secondariamente, in conseguenza dei risparmi nel consumo di combustibile realizzati permettendo al meccanismo dei prezzi di agire liberamente. E' innegabile che questo sviluppo contiene taluni elementi fortuiti per quanto concerne la dimensione e la collocazione temporale. Tuttavia, la caduta dei prezzi del petrolio è stata parte del processo generale di disinflazione ed è pertanto indirettamente attribuibile alle politiche antinflazionistiche perseguite nei maggiori paesi consumatori di petrolio. Le considerazioni circa il ruolo del processo di disinflazione nel ribasso dei prezzi del greggio si applicano in linea di massima anche alle altre materie prime, benché le forti fluttuazioni nei corsi dei prodotti primari riflettano in forma molto amplificata le oscillazioni della domanda aggregata mondiale, a causa delle tipiche rigidità dell'offerta connesse ai lunghi periodi necessari per un ampliamento della capacità di produzione ed a causa di variazioni autonome dell'offerta medesima.

Considerata la natura fortuita dell'entità del calo dei prezzi del petrolio e del momento in cui esso è intervenuto, il successo sul fronte dell'inflazione non è in realtà così completo come potrebbe apparire dai valori che si registrano attualmente. A tale riguardo la caduta del prezzo del petrolio presenta anche degli aspetti negativi, poiché distoglie l'attenzione dai restanti fattori di spinta dal lato dei costi ancora in atto in quasi tutte le economie. Vi è il pericolo che la politica monetaria venga allentata oltre misura e che sia tollerata un'eccessiva espansione della quantità di moneta, nonostante l'esperienza mostri inequivocabilmente come ciò rischi di riattivare l'inflazione nel medio periodo. Il calo del prezzo del petrolio presenta lati negativi anche sotto un altro aspetto, in quanto aggrava fortemente i problemi dei paesi petroliferi pesantemente indebitati. Più in generale, la debolezza dei prezzi

delle materie prime determina un deterioramento delle ragioni di scambio dei paesi in via di sviluppo, accrescendo così gli squilibri esistenti nell'economia mondiale, di cui si tratterà in seguito.

Nondimeno, ricollegandoci alle considerazioni iniziali, il successo sul fronte dell'inflazione costituisce un chiaro esempio dei risultati che si possono ottenere allorché la giusta politica è posta in atto con perseveranza e con la dovuta perizia. Soltanto alcuni anni orsono, ben pochi avrebbero ritenuto possibile un tale successo. Ci si può chiedere se questo esempio giustifichi un atteggiamento di ottimismo per quanto riguarda i problemi che tuttora sussistono, in particolare quello della disoccupazione. Invero negli Stati Uniti si è prodotto durante gli ultimi anni un "miracolo" in termini di occupazione, con un calo del tasso di disoccupazione nonostante la forte crescita delle forze di lavoro. Gli europei, analizzando il fenomeno americano, hanno tuttavia dovuto constatare come vi siano ben poche speranze di realizzarlo anche nelle proprie economie. La forte mobilità geografica e professionale della manodopera e la differenziazione dei livelli retributivi negli Stati Uniti si pongono in netto contrasto con i modelli di comportamento radicati nella struttura delle economie europee. Il successo sul piano dell'occupazione negli Stati Uniti è però dovuto anche a fattori quali la lenta crescita della produttività che, prescindendo dagli effetti benefici sul mercato del lavoro, non sono di per sé desiderabili. L'espansione economica è ancora una leva alla quale si può fare ricorso per stimolare la creazione di posti di lavoro; tuttavia, in molti paesi europei la disoccupazione è troppo elevata perché possa essere ridotta in misura sostanziale per questa via, dati i tassi di crescita correnti. Ma allora, perché non perseguire ritmi di sviluppo economico molto più rapidi di quelli attuali, ora che l'inflazione pare essere domata? Tale questione sarà verosimilmente al centro del dibattito di politica economica a livello sia nazionale sia internazionale nel prossimo futuro. Si tratta di una questione intorno alla quale gravitano tesi contrapposte circa l'efficacia della politica macroeconomica. Ad un estremo vi è il convincimento che essa abbia un ruolo decisivo da svolgere; all'estremo opposto si situa una concezione puramente negativa: quanto più la politica economica si astiene dall'interferire, tanto meglio sarà per l'economia. Sebbene entrambe queste tesi abbiano i propri decisi sostenitori, nella maggior parte dei casi i responsabili delle politiche e gli ambienti accademici si mantengono su posizioni intermedie: essi concordano sul fatto che la politica economica ha un ruolo positivo da svolgere, ma ammettono che la crescita non si realizza su comando delle autorità. Essi sono altresì consapevoli che lo sviluppo non ha soltanto un aspetto quantitativo; il loro obiettivo è una crescita in grado di sostenersi autonomamente e non una "crescita" che rispecchi soltanto una dilatazione della spesa pubblica.

L'esistenza di una grave disoccupazione non esime quindi coloro che si pongono in tale posizione intermedia dal chiedersi se è effettivamente possibile conseguire più elevati tassi di crescita reale a breve termine e, in caso affermativo, se ciò può essere ottenuto senza l'impiego di mezzi che pregiudichino le prospettive di crescita e di stabilità nel medio periodo. L'esperienza maturata fin dai primi anni settanta e l'esteso dibattito circa l'importanza relativa della politica di gestione della domanda e dell'approccio orientato al lato dell'offerta hanno ampiamente comprovato che l'abbattimento della disoccupazione mediante l'espansione della spesa pubblica non rappresenta la soluzione. La BRI ha spesso sottolineato come nell'affrontare questo problema molto dipenda dal miglioramento, in termini di

flessibilità, del processo di formazione dei prezzi e dei salari, dalla promozione della mobilità del fattore lavoro e dall'eliminazione di altre rigidità che gravano sul funzionamento dell'economia. Tuttavia, qualunque cosa si faccia in questa direzione, le condizioni della crescita potranno essere modificate soltanto in modo graduale. L'inflazione, con le connesse distorsioni nell'allocazione delle risorse, le politiche disinflazionistiche, nonché i drastici spostamenti nella divisione internazionale del lavoro, hanno lasciato la loro impronta sullo stock di capitale in molte economie. Il presupposto di un aumento dei livelli di occupazione è la ricostituzione del potenziale produttivo decurtato. Le opportunità di impiego non possono essere create con atto d'imperio; esse possono sorgere soltanto dal processo economico, allorché per le imprese diventa economicamente conveniente investire ed accrescere i posti di lavoro. La creazione di un clima economico tale da infondere nuova vitalità all'economia è l'obiettivo dichiarato della maggior parte dei responsabili delle politiche. Essi intendono instaurare condizioni fiscali e monetarie che contribuiscano a liberare energie per la crescita economica ed a rimuovere le rigidità e le distorsioni strutturali. Purtroppo questo proposito spesso non trova rispondenza nelle decisioni della politica quotidiana, le sole che potrebbero dargli corpo. Il probabile risultato è l'assenza sia di una gestione della domanda sia di un miglioramento nelle condizioni dell'offerta. Il dibattito a livello internazionale potrebbe proprio avere l'effetto benefico di impegnare i responsabili delle politiche ad uscire da tale situazione di incoerenza fra propositi enunciati ed azione pratica.

A tale dibattito fanno naturalmente da sfondo i persistenti squilibri delle bilance dei pagamenti nell'ambito dei paesi industriali, con forti eccedenze correnti in Giappone, in Germania ed in alcuni altri paesi europei da un lato, e l'ampio disavanzo corrente degli Stati Uniti dall'altro. Non sorprende che gli Stati Uniti, dopo essere stati a lungo richiamati, infine con un certo qual effetto, a tener conto del nesso esistente fra il disavanzo di bilancio e lo squilibrio nei pagamenti correnti, avanzino la stessa argomentazione a riguardo dell'azione correttiva da intraprendere sul piano fiscale nei paesi eccedentari. Sulla base dei dati statistici presentati in questa Relazione (Capitolo IV), vi sono chiare indicazioni dell'esistenza di tale nesso allorché il disavanzo di bilancio è parte del disequilibrio globale fra il risparmio e gli investimenti. Argomentare in termini di identità di contabilità nazionale economica e finanziaria equivale a trascurare i processi di mercato che ne stanno alla base e può dare un'immagine piuttosto meccanicistica di un problema particolare.

Per quanto concerne gli attuali squilibri, va rilevato che i movimenti dei tassi di cambio avevano chiaramente assunto una dinamica autonoma, divenendo un fattore a sé stante, alquanto disgiunto dalle condizioni economiche di fondo. La ragione principale di tale fatto era stata la reazione — tipica agli occhi degli americani, piuttosto atipica per gli europei — del tasso di cambio del dollaro USA all'elevato disavanzo di bilancio negli Stati Uniti. Il riconoscimento del ruolo svolto dalla configurazione distorta dei tassi di cambio nel determinare gli squilibri delle partite correnti ha condotto all'accordo dei cinque maggiori paesi industriali del settembre 1985 (che con il piano Baker sul problema del debito ha costituito il più importante evento di politica economica dell'anno). Se tali distorsioni dei tassi di cambio sono considerate come un fattore primario degli attuali squilibri dei pagamenti correnti, è logico attendersi che la loro eliminazione conduca ad una sostanziale riduzione degli squilibri medesimi. I cambiamenti intervenuti nell'assetto dei rapporti di cambio a partire dal settembre scorso dovrebbero ridurre di molto,

e fors'anche annullare, la distanza che ci separa da questo obiettivo. Sfortunatamente il rimedio non è istantaneo, in quanto vi sono forti sfasamenti temporali e persino effetti perversi (la cosiddetta curva J). La circostanza che i piú importanti paesi eccedentari sono quelli destinati a trarre il maggiore beneficio, in termini di pagamenti correnti, dalla caduta dei prezzi del petrolio agisce nella stessa direzione. Ma ciò non toglie che è stato compiuto un passo importante, forse il piú importante, verso un migliore equilibrio fra i paesi industriali. L'essenziale, dopo tutto, non è evitare ogni disavanzo o eccedenza, ma soltanto eliminare gli squilibri eccessivi, di natura dirompente. E' ora necessario attendere con pazienza gli effetti sulle bilance dei pagamenti correnti che — alla luce di quanto osservato per tutti i maggiori spostamenti nei tassi di cambio a partire dai primi anni settanta — non dovrebbero infine mancare di prodursi.

Questo processo può senz'altro essere sorretto da ulteriori sforzi per un migliore coordinamento internazionale delle politiche economiche tra i paesi maggiori. Tuttavia, mentre è facile concordare sul principio che le politiche economiche nei diversi paesi debbano essere coordinate fra di loro e debbano sempre tenere in considerazione le ripercussioni sulle altre economie, di fatto il loro coordinamento continuerà ad essere difficoltoso. E ciò non soltanto perché le autorità devono tenere conto di diverse istanze politiche, ma soprattutto per il fatto che tali ripercussioni sono difficili da identificare, salvo che in taluni casi-limite. Quanto piú vasto è un paese, tanto piú esso si avvicina al modello di economia chiusa e tanto piú sarà tentato di agire come tale. Quanto piú piccolo è un paese, tanto piú esso può sostenere che la sua politica è irrilevante per il resto del mondo. Solo pochi paesi si trovano permanentemente nella situazione di poter costatare con chiarezza che il loro agire si ripercuote sulle altre economie quanto l'agire altrui si ripercuote sulla propria. Un certo progresso può essere conseguito definendo e concordando determinati indicatori, che contribuirebbero a porre il processo di coordinamento su una base piú oggettiva. Tuttavia, nessuna serie di indicatori potrà mai esimere i paesi maggiori dalla necessità di discutere il coordinamento delle politiche, non solo per quanto riguarda le specifiche esigenze tecniche connesse ad una data situazione, ma anche in uno spirito di disponibilità a correggere le politiche interne alla luce delle loro implicazioni internazionali, fra le quali rientrano le considerazioni di tasso di cambio. Il successo dello SME è dovuto non tanto all'impiego meccanico di indicatori, quanto al deliberato intento delle autorità nazionali di fare della stabilità dei tassi di cambio un obiettivo a cui altri obiettivi debbano all'occorrenza essere subordinati. Uno sviluppo confortante è che le autorità dei maggiori paesi a moneta fluttuante hanno ora concordemente e pienamente accettato di porre una maggiore stabilità dei cambi fra gli obiettivi primari delle proprie politiche.

La nuova configurazione dei tassi di cambio è ancora soggetta ad una forte instabilità di breve periodo, ma è evidente che le autorità hanno la ferma intenzione di preservare i risultati ottenuti. Ciò ha ridato slancio alle ricorrenti proposte in favore di una riforma del sistema dei tassi di cambio tesa a ridurne l'instabilità, e in particolare a quelle in favore delle zone-obiettivo. Tuttavia, i partecipanti alla riunione di settembre del Gruppo dei Cinque hanno riaffermato di non essere avvenuti ad alcun accordo sulle zone-obiettivo. Allorché la distorsione dei rapporti di cambio diventa cosí evidente come lo era prima della riunione di settembre, non è difficile trovare un'intesa sulla direzione in cui i tassi di cambio devono muoversi.

Ben altra cosa è accordarsi su quella che potrebbe essere considerata come una configurazione di equilibrio dei cambi, pur con ampi margini di elasticità. Né sono evidenti i criteri da adottare per definire tale configurazione. Inoltre, il consenso raggiunto in un'occasione non garantisce che si pervenga tempestivamente ad un nuovo accordo qualora in seguito si rendessero necessari dei cambiamenti. Tale inerzia potrebbe condurre alla ricomparsa di distorsioni e di disequilibri. Ma, soprattutto, la recente esperienza degli interventi ufficiali non è prova sufficiente del fatto che i tassi di cambio possano essere sempre regolati in tal modo. Il loro successo è dipeso da una combinazione alquanto straordinaria di circostanze.

Se si dovesse fare appello alla sola politica monetaria per difendere le zone-obiettivo, potrebbero determinarsi situazioni le cui conseguenze ultime sarebbero pregiudizievoli per l'equilibrio interno ed internazionale. Questo non è un pericolo immaginario. Vi sarebbe una forte tendenza a fare ricorso alla politica monetaria piuttosto che ad altri strumenti, poiché soltanto essa può operare con la rapidità richiesta dall'azione in risposta ai movimenti dei tassi di cambio. Ci si può immaginare cosa sarebbe accaduto nel periodo 1982-85 se l'eccessivo apprezzamento del dollaro USA fosse stato contrastato con un'accelerazione della crescita monetaria negli Stati Uniti e con un aumento dei tassi di interesse in Giappone e in Germania. La difesa delle zone-obiettivo con l'impiego di tutti gli elementi della combinazione delle politiche macroeconomiche potrebbe evitare taluni di questi pericoli, ma farebbe sorgere proprio i problemi di coordinamento di cui si è detto in precedenza. Il funzionamento soddisfacente di un sistema regionale come lo SME non prova che possa essere istituito un sistema mondiale di tassi di cambio regolati più rigidamente, soprattutto in tempi relativamente brevi. Lo SME collega paesi con strutture e dimensioni per lo più comparabili e beneficia della cooperazione delle politiche in numerosi campi; esso non comprende la moneta di riserva internazionale predominante ed ha impiegato diversi anni per affermarsi con successo.

Tuttavia, i fautori delle zone-obiettivo considerano qualsiasi mossa verso un maggiore coordinamento delle politiche, quali le intese raggiunte in seno al Gruppo dei Dieci ed al Comitato Interinale e, di recente, in occasione del vertice di Tokio, come un passo nella direzione da essi auspicata. I vari cambiamenti intervenuti nelle politiche durante il periodo sotto rassegna possono in effetti essere considerati come elementi di un processo evolutivo del funzionamento del sistema dei cambi. In quasi tutti i paesi maggiori è stato attribuito un peso crescente alle considerazioni di tasso di cambio nella conduzione delle politiche interne. E' stato fatto un uso assai più attivo e coordinato - finora con molto successo - degli interventi ufficiali sui mercati valutari, non soltanto per salvaguardarne il funzionamento ordinato e per contrastare tendenze speculative, ma anche per spingere i tassi di cambio in una certa direzione. In particolare per gli Stati Uniti, il paese della principale valuta di riserva, tutto ciò rappresenta una svolta decisiva rispetto alle politiche seguite in passato, basata sul riconoscimento che una fluttuazione non accompagnata da un'attiva vigilanza sui tassi di cambio può condurre a distorsioni che pregiudicano seriamente il libero scambio internazionale di beni e servizi. Il cedere alle pressioni protezionistiche, ovunque tutt'altro che sopite, metterebbe a repentaglio tutto ciò che è stato conseguito nel difficile e lento processo di superamento dei problemi degli ultimi quindici anni.

Alla luce delle riflessioni fin qui esposte sull'attuale situazione dei tassi di cambio, si può concludere che il compito cui devono far fronte le autorità dei

maggiori paesi industriali dell'Occidente non è certo facile. La necessità di evitare la ricomparsa di forti distorsioni nei tassi di cambio e di ridurre l'instabilità di breve periodo sui mercati valutari è oggi universalmente riconosciuta. Al tempo stesso il nuovo orientamento delle autorità degli Stati Uniti, l'accorta collocazione temporale dell'iniziativa concordata alla riunione di settembre del Gruppo dei Cinque ed il successo da essa conseguito, nonché il riconoscimento da parte delle autorità dei maggiori paesi che i mercati dei cambi non possono essere lasciati a se stessi, hanno suscitato l'aspettativa che quel duplice obiettivo possa essere effettivamente realizzato: di qui l'importanza assai maggiore attribuita dagli operatori del mercato alle intenzioni reali o presunte delle autorità. Sarebbe davvero un peccato, anche in considerazione del potenziale effetto gravemente destabilizzante sulla futura evoluzione del mercato, se questa aspettativa dovesse andare delusa. D'altra parte, l'attuazione prematura – in un contesto di forti squilibri nelle bilance dei pagamenti dei paesi in causa – di un sistema basato su zone-obiettivo, pur in una sua versione stemperata, è parimenti gravida di pericoli, poiché un insuccesso delle autorità nel fare fronte ai loro impegni espliciti od impliciti potrebbe avere conseguenze altrettanto destabilizzanti. Per quanto possa apparire poco organico, un approccio graduale, costituito dalla combinazione di dichiarazioni orientative, interventi sui mercati dei cambi e segni tangibili di un'azione coordinata delle politiche, pare essere per il momento la sola opzione realistica, che potrà forse preparare il terreno a modifiche più "sistemiche" nel lungo periodo. Per il successo di questo approccio è di cruciale importanza l'assenza di voci e di azioni discordanti nell'ambito dei maggiori paesi industriali, sul piano sia interno sia internazionale.

Gli squilibri fra i paesi industriali costituiscono uno dei principali punti critici del quadro economico mondiale. Un altro è rappresentato dagli squilibri fra i paesi industriali stessi e le economie in via di sviluppo, i quali nel più lungo periodo potrebbero avere conseguenze di portata ancora maggiore. Fra i paesi in via di sviluppo, negli ultimi anni sono stati oggetto di particolare attenzione quelli fortemente indebitati nei confronti delle banche commerciali dei paesi industriali. In effetti la loro incapacità di far fronte agli impegni finanziari non era un problema che riguardava essi soltanto; a causa delle dimensioni dell'indebitamento e del pericolo di un cumularsi delle insolvenze, essa costituiva altresì una minaccia per la stabilità finanziaria del mondo industrializzato. Allorché, durante il 1985, si è arrestato il processo che nel 1984 aveva consentito ai paesi debitori di migliorare considerevolmente la loro situazione, è divenuto evidente che occorre una nuova iniziativa. Era necessario dare ai paesi indebitati una conferma dell'utilità di ulteriori sforzi tesi a ristabilire la loro affidabilità di credito. In mancanza di ciò, le conseguenze per i creditori di un'insolvenza su vasta scala – che era stata scongiurata per tre anni – avrebbero nuovamente costituito una seria minaccia per il sistema finanziario. Anche in questo caso, gli Stati Uniti sono stati disposti a modificare la politica seguita in precedenza, presentando una proposta articolata per affrontare il problema debitorio internazionale.

L'idea su cui si impernia il piano del Segretario al Tesoro Baker è di rafforzare l'approccio "caso per caso" alla situazione debitoria internazionale seguito fin dal 1982, mediante l'adozione da parte di paesi fortemente indebitati – molti dei quali situati nell'America Latina – di politiche di aggiustamento strutturale volte a promuovere una durevole crescita delle proprie economie. Tali politiche dovranno essere sorrette da maggiori finanziamenti destinati a questo scopo da parte delle

banche di sviluppo multilaterali, nonché da nuovi crediti della comunità bancaria internazionale, mentre il Fondo Monetario Internazionale continuerà a svolgere un ruolo centrale nella strategia del debito. Il piano del Segretario Baker ha suscitato in linea di massima la reazione favorevole di tutte le parti in causa. Tuttavia non vanno sottovalutate le difficoltà che comporta la sua attuazione. Per i paesi debitori non sarà politicamente facile realizzare un aggiustamento strutturale delle economie; alle banche internazionali di sviluppo è richiesto un grosso sforzo per dotarsi delle risorse necessarie ad accrescere i finanziamenti ai paesi che intendono intraprendere tale aggiustamento; infine, le banche commerciali ben difficilmente saranno disposte ad erogare nuovi fondi, fintantoché non vi saranno programmi concordati fra i debitori e le istituzioni internazionali. Inoltre, il successo dell'iniziativa dipenderà non soltanto dagli sforzi dei paesi indebitati e dalla provvista di appropriati finanziamenti condizionali, bensì anche dalla disponibilità di adeguati sbocchi per le esportazioni dei paesi debitori sui mercati delle economie industriali. Ciò richiederà da parte di queste ultime la prosecuzione di politiche che promuovano una crescita non inflazionistica ed una ferma resistenza nei confronti delle pressioni protezionistiche.

Sono trascorsi oltre sei mesi da quando il Segretario Baker ha presentato la sua proposta. Un certo numero di paesi debitori sta negoziando finanziamenti di programmi di aggiustamento strutturale con la Banca Mondiale e con la Banca Interamericana di Sviluppo, ma nessuno di essi si è ancora impegnato formalmente in un programma del tipo previsto dal piano Baker. Affinché non vada persa la forza d'impatto dell'iniziativa è di vitale importanza che uno o più paesi indebitati mettano in atto al più presto programmi che diano diritto di accesso al sostegno di tutte le altre parti in causa e che incammino le loro economie verso una crescita durevole, e quindi verso il recupero dell'affidabilità creditizia internazionale.

Un gruppo di paesi in via di sviluppo che richiederà una crescente attenzione nel prossimo futuro è quello dei paesi più poveri. In conseguenza di circostanze sfortunate e di una cattiva gestione, molti di questi paesi sono praticamente incapaci di uscire dalla difficile situazione — spesso in ulteriore rapido deterioramento — in cui si trovano. Taluni sono giunti al punto da non essere in grado di fare fronte neanche agli impegni relativamente modesti verso il FMI e la Banca Mondiale, sebbene ciò abbia la gravissima conseguenza di farne i reietti del sistema monetario internazionale. La nuova linea creditizia del FMI, la *Structural Adjustment Facility*, è indirizzata appunto ai paesi più poveri. Tuttavia la scelta dell'approccio da adottare nei loro confronti si presenta estremamente difficile, a prescindere dal problema del *moral hazard*, sempre presente allorché viene intrapresa un'azione speciale a favore di un gruppo particolare.

Da un lato, è contrario alle tradizioni umanitarie saldamente radicate l'ignorare coloro che si trovano nell'indigenza e sono palesemente incapaci di provvedere a se stessi. Dall'altro, l'applicare lo stesso principio a stati sovrani solleverebbe tutta una serie di questioni. E' difficile immaginare come potrebbe essere preservata la sovranità se un paese fosse sottoposto a "terapia intensiva". Ed è altrettanto difficile immaginare chi potrebbe prestare tale cura. Nessuna delle organizzazioni internazionali esistenti possiede strutture adeguate a questo scopo. Vi è un vuoto istituzionale fra il FMI, la Banca Mondiale e le banche regionali di sviluppo da un lato, e svariate organizzazioni umanitarie che si occupano principalmente del problema della carestia, dall'altro. Gli aiuti bilaterali allo sviluppo, per diverse

ragioni, non sembrano in grado di colmare tale vuoto: nella maggior parte dei casi si sono allentati i legami tradizionali fra singoli paesi industriali e in via di sviluppo, e nessuna delle due parti appare disposta a rafforzarli nuovamente. Questo problema non ha attinenza diretta con l'attività della BRI, ma esso rappresenta forse il punto più fosco nel quadro dell'economia reale a livello mondiale, che per altri aspetti si è decisamente rischiarato durante il periodo in esame.

Nel contesto delle speranze e delle preoccupazioni espresse in questa Relazione, vi sono due aree di particolare rilevanza per le politiche delle banche centrali, oltre alla situazione dei tassi di cambio sulla quale ci si è dianzi soffermati.

La prima è costituita da tutta una serie di profondi cambiamenti strutturali che hanno interessato i mercati bancari e finanziari sul piano interno e internazionale, cambiamenti che sono divenuti oggetto di crescente considerazione, non da ultimo in conseguenza del lavoro di ricerca compiuto congiuntamente dalle banche centrali sotto gli auspici della BRI. L'osservazione costante di questi sviluppi, del loro impatto sulla concreta attuazione della politica monetaria e delle loro implicazioni potenziali per l'ordinato funzionamento dei mercati finanziari dovrà rimanere al centro dell'attenzione della comunità delle banche centrali dei paesi industriali.

L'altra area è quella della politica monetaria. Il propizio calo dei tassi di inflazione, in un periodo in cui i tassi di interesse reali paiono ancora essere relativamente elevati e l'esigenza di sostenere la crescita economica riveste un'importanza capitale, potrebbe far nascere la tentazione di allentare la politica monetaria al fine di imprimere un corso più espansivo all'economia. Le autorità dovranno soppesare accuratamente il pro e il contro prima di cedere a questa tentazione. In primo luogo, come si è già detto, il recente forte calo dell'inflazione deve molto alla protratta debolezza dei corsi delle materie prime ed in particolare alla caduta dei prezzi del petrolio; nessuno di questi due fattori sarà (né, invero, dovrebbe essere) permanente. Se i tassi di inflazione fossero depurati di questa componente, i tassi di interesse reali apparirebbero meno discosti dai parametri del passato. In secondo luogo, si può dubitare della capacità della politica monetaria di comprimere durevolmente i tassi di interesse reali; e anche per ottenere una loro riduzione di breve periodo potrebbe rendersi necessaria una sensibile accelerazione nella creazione di moneta. In terzo luogo, gli attuali tassi di crescita degli aggregati monetari in diversi paesi industriali maggiori sono già alquanto elevati. Certo, non è facile interpretare l'andamento dei dati dell'offerta di moneta in un periodo di disinflazione; è altresì vero che l'ondata di innovazioni sui mercati finanziari potrebbe aver ridotto la significatività di specifici aggregati monetari. E' tuttavia importante distinguere fra i problemi d'ordine statistico e le relazioni economiche fondamentali. Il processo di mercato per cui una quantità eccessiva di moneta conduce in definitiva ad incrementi inflazionistici dei prezzi non cesserà di operare per il solo fatto che vi sono difficoltà nel misurare la moneta. Allorché si valuta l'attuale orientamento delle politiche monetarie può essere opportuno prendere in considerazione diversi elementi, i quali indicano una situazione di liquidità piuttosto abbondante nei paesi industriali: il *boom* dei corsi azionari, il forte calo dei tassi di interesse a lungo termine, l'agevole finanziamento di vaste operazioni di acquisizione di controllo, la generale esuberanza dei mercati finanziari e le condizioni di favore di cui godono tutti i mutuatari internazionali di buona affidabilità. Nel

considerare un eventuale ulteriore allentamento discrezionale delle politiche monetarie in siffatte circostanze, le autorità dovranno tenere in debito conto il rischio di creare un potenziale inflazionistico per il futuro. Ciò potrebbe compromettere le prospettive di una crescita durevole e di un ulteriore calo graduale e protratto dei tassi di interesse. Il contributo piú proficuo alla realizzazione di tali obiettivi consiste nel mantenere l'economia lungo un itinerario di crescita moderata ma stabile.

A. LAMFALUSSY
Direttore Generale

**BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE
AL 31 MARZO 1986**

BILANCIO AL

(Prima e dopo la ripartizione)

ATTIVO

	<u>Franchi oro</u>
Oro	5.071.339.196
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	10.349.300
Buoni del Tesoro	919.176.628
Depositi vincolati e anticipazioni	
In oro	
Fino a 3 mesi	80.815.401
In valute	
Fino a 3 mesi	16.036.416.497
Ad oltre 3 mesi	<u>1.922.230.605</u>
	18.039.462.503
Altri titoli	
Fino a 3 mesi	1.341.545.063
Ad oltre 3 mesi	<u>1.164.758.744</u>
	2.506.303.807
Partite varie	11.814.640
Terreno, immobili ed arredi	1
	<u><u>26.558.446.075</u></u>

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.

Nota 2: Al 31 marzo 1986 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 54.494.512 franchi oro.

31 MARZO 1986

dell'utile netto dell'esercizio)

PASSIVO

		Prima della ripartizione	Dopo la ripartizione
		Franchi oro	Franchi oro
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	499.552.793		523.952.793
Fondo speciale di riserva per i dividendi	21.530.055		21.530.055
Fondo di riserva libero	296.330.236		332.930.236
		847.483.397	908.483.397
Depositi (in oro)			
Banche centrali			
A vista	4.399.310.101		
Fino a 3 mesi	9.603.969		
Altri depositanti			
A vista	26.607.280		
		4.435.521.350	4.435.521.350
Depositi (in valute)			
Banche centrali			
A vista	907.301.172		
Fino a 3 mesi	17.806.532.730		
Ad oltre 3 mesi	712.810.764		
Altri depositanti			
A vista	17.107.405		
Fino a 3 mesi	803.990.115		
		20.247.742.186	20.247.742.186
Partite varie			
		651.824.211	651.824.211
Conto profitti e perdite			
		80.171.806	—
Dividendo pagabile il 1° luglio 1986			
		—	19.171.806
		<u>26.558.446.075</u>	<u>26.558.446.075</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 1986, 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, 9 maggio 1986

PRICE WATERHOUSE & CO.

CONTO PROFITTI E PERDITE
per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1986

	<u>Franchi oro</u>
Interessi netti e altri redditi	99.368.136
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione	227.637
Direzione e personale	13.013.979
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>4.407.555</u>
	<u>17.649.171</u>
Risultato netto di gestione	81.718.965
meno: Importo devoluto all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione	<u>1.547.159</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1986	80.171.806
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: 155 franchi svizzeri per azione su 473.125 azioni	19.171.806
	<u>61.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva generale	24.400.000
	<u>36.600.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva libero	<u>36.600.000</u>
	<u> </u>

VARIAZIONI DELLE RISERVE DELLA BANCA
nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1986

in franchi oro

I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1985-86

	<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 1985, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1984-85	30.070.313	499.552.793	21.530.055	296.330.236
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1985-86	—	24.400.000	—	36.600.000
Consistenza al 31 marzo 1986, come da Bilancio	<u>30.070.313</u>	<u>523.952.793</u>	<u>21.530.055</u>	<u>332.930.236</u>

II. Il Capitale versato ed i Fondi di riserva al 31 marzo 1986 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

	<u>Capitale versato</u>	<u>Riserve</u>	<u>Totale</u>
Attività nette in			
Oro	295.703.125	366.435.610	662.138.735
Valute	—	542.047.787	542.047.787
	<u>295.703.125</u>	<u>908.483.397</u>	<u>1.204.186.522</u>

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Jean Godeaux, Bruxelles Presidente del Consiglio di Amministrazione,
Presidente della Banca

The Rt. Hon. Lord Richardson Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione
of Duntisbourne, Londra

Prof. Paolo Baffi, Roma
Michel Camdessus, Parigi
Dott. Carlo Azeglio Ciampi, Roma
Bernard Clappier, Parigi
Bengt Dennis, Stoccolma
Dott. W.F. Duisenberg, Amsterdam
Pierre Languetin, Zurigo
Robert Leigh-Pemberton, Londra
Karl Otto Pöhl, Francoforte
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
J.E.W. Kirby, 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
Prof. Dott. F.-E. Klein	Consigliere Giuridico, Direttore
M. G. Dealtry	Vice Capo del Dipartimento Monetario ed Economico, Direttore
Marten de Boer	Direttore

Robert Chaptinel	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
Dott. Joseph R. Bisignano	Condirettore
Dott. Gunter Baer	Condirettore