

# **BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

## **CINQUANTASETTESIMA RELAZIONE ANNUALE**

**1° APRILE 1986 – 31 MARZO 1987**

**BASILEA**

**15 giugno 1987**

## INDICE

	Pagina
Presentazione . . . . .	1
I. Uno scenario meno favorevole dello scorso anno . . . . .	3
II. L'economia reale e l'aggiustamento esterno . . . . .	10
<p>Aspetti salienti (p. 10); le condizioni favorevoli (p. 11); analisi degli andamenti: quadro d'insieme (p. 15); analisi degli andamenti: domanda e produzione (p. 15): <i>distribuzione dei guadagni di reddito, propensione aggregata alla spesa e composizione della domanda interna</i> (p. 18), <i>sintesi</i> (p. 22); analisi degli andamenti: inflazione interna, capacità produttiva e mercato del lavoro (p. 23): <i>investimenti e stock di capitale</i> (p. 24), <i>gli andamenti sul mercato del lavoro: occupazione e disoccupazione</i> (p. 26), <i>flessibilità delle retribuzioni nominali e reali</i> (p. 29); l'aggiustamento reale esterno (p. 31); squilibrio, aggiustamento e politiche economiche (p. 35).</p>	
III. Il commercio e i pagamenti internazionali . . . . .	40
<p>Aspetti salienti (p. 40); il commercio mondiale (p. 41); squilibri esterni senza precedenti nei tre maggiori paesi industriali (p. 44): <i>Stati Uniti</i> (p. 45), <i>Giappone</i> (p. 50), <i>Germania</i> (p. 53), <i>perché il processo di aggiustamento degli squilibri esterni nei tre maggiori paesi industriali non è stato più ampio?</i> (p. 56); gli andamenti delle bilance dei pagamenti negli altri paesi del Gruppo dei Dieci (p. 57); gli andamenti delle bilance dei pagamenti negli altri gruppi di paesi (p. 60): <i>paesi industriali esterni al Gruppo dei Dieci</i> (p. 60), <i>Europa orientale</i> (p. 62), <i>paesi in via di sviluppo</i> (p. 62); la discrepanza statistica nei pagamenti correnti mondiali (p. 67).</p>	
IV. Andamenti nei mercati finanziari nazionali . . . . .	69
<p>Aspetti salienti (p. 69); i tassi di interesse (p. 70); i mercati azionari (p. 74); andamenti dei flussi finanziari (p. 76): <i>saldi settoriali</i> (p. 76), <i>i mercati dei capitali</i> (p. 78), <i>plusvalenze azionarie e risparmio delle famiglie</i> (p. 81); la crescita dell'indebitamento dei settori (p. 82): <i>debito pubblico: politiche perseguite e prospettive</i> (p. 82), <i>l'espansione dell'indebitamento privato: una fonte di preoccupazione?</i> (p. 85); recenti sviluppi del processo di liberalizzazione finanziaria; analisi dei benefici e dei costi; risposte sul piano normativo (p. 89): <i>recenti sviluppi sui mercati dei capitali: liberalizzazione ed innovazione</i> (p. 89), <i>la liberalizzazione dei mercati finanziari: benefici e costi</i> (p. 94), <i>revisione del quadro normativo</i> (p. 97).</p>	
V. I mercati internazionali dei capitali . . . . .	100
<p>Aspetti salienti (p. 100); il quadro d'insieme (p. 101); il settore bancario internazionale (p. 107): <i>l'andamento degli aggregati complessivi</i> (p. 107), <i>raccolta e impieghi dei fondi bancari internazionali</i> (p. 107), <i>andamento delle operazioni delle banche dichiaranti con i paesi esterni all'area dichiarante</i> (p. 110), <i>gli andamenti nei singoli centri di mercato</i> (p. 113), <i>la struttura per nazionalità del mercato bancario internazionale</i> (p. 115), <i>la struttura per monete dell'attività bancaria internazionale e l'evoluzione del mercato dell'ECU</i> (p. 116), <i>il mercato dei prestiti consorziali</i> (p. 118); i mercati mobiliari internazionali (p. 119): <i>il comparto a breve termine</i> (p. 119), <i>il comparto a lungo termine</i> (p. 122); la situazione debitoria (p. 127).</p>	

## VI. La politica monetaria ed i vincoli esterni . . . . . 135

Aspetti salienti (p. 135); la politica monetaria basata su obiettivi in termini di quantità di moneta (p. 136): *obiettivi monetari intermedi e risultati effettivi nel 1986* (p. 136), *l'andamento della velocità di circolazione in rapporto al reddito ed il ruolo dei tassi di interesse* (p. 142), *espansione monetaria e creditizia e flussi di capitali internazionali* (p. 146); la politica monetaria in presenza di vincoli esterni di differente intensità: la gestione dei tassi di cambio fluttuanti (p. 148): *la combinazione delle politiche e gli andamenti dei tassi di cambio* (p. 150), *variazioni dei prezzi relativi e obiettivi di tasso di cambio* (p. 151), *l'interazione ed il "coordinamento" delle politiche monetarie* (p. 152); politiche monetarie con obiettivi espliciti di tasso di cambio (p. 153): *la politica monetaria nei paesi partecipanti allo SME* (p. 155), *gli obiettivi di tasso di cambio effettivo nella conduzione della politica monetaria* (p. 157), *la combinazione di obiettivi monetari quantitativi con obiettivi di tasso di cambio* (p. 159), *la politica monetaria e la crescente apertura dei mercati finanziari* (p. 160); la gestione del mercato monetario ed i vincoli esterni (p. 161): *cambiamenti nello strumentario della politica monetaria* (p. 161), *strumenti specificamente finalizzati a contemperare gli obiettivi interni ed esterni* (p. 163), *l'influsso dei vincoli esterni sull'impiego degli strumenti* (p. 164), *i vincoli esterni e l'efficacia della politica del tasso di interesse* (p. 166); il governo della moneta nel contesto generale della politica economica (p. 167).

## VII. Il sistema monetario internazionale . . . . . 169

Aspetti salienti (p. 169); gli andamenti generali dei tassi di cambio (p. 170): *l'evoluzione dei cambi nel più lungo periodo* (p. 178); indagine conoscitiva sul mercato dei cambi (p. 182), gli sviluppi nell'ambito dello SME (p. 183); la produzione e il mercato dell'oro (p. 187); le riserve e la liquidità internazionale (p. 190).

## VIII. L'attività della banca . . . . . 198

Conclusione di un Accordo di Sede con il Consiglio federale svizzero (p. 198); lo sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 198); le funzioni di Agente, Fiduciario e Terzo designato (p. 201): *Fiduciario per i prestiti governativi internazionali e Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio (CECA)* (p. 201), *Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM)* (p. 201), *Agente del sistema di compensazione delle operazioni in ECU private* (p. 203); assistenza finanziaria alle banche centrali (p. 203); le operazioni del Dipartimento bancario (p. 204): *passivo (composizione delle risorse)* (p. 205), *attivo (impiego delle risorse)* (p. 208), *operazioni a termine in oro* (p. 210); la ripartizione dell'utile netto (p. 210); i cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (p. 211).

## Conclusioni . . . . . 213

\* \*  
\*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1987.

## ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati con un asterisco)

	Pagina
<b>II. L'economia reale e l'aggiustamento esterno</b>	
Prezzi dei prodotti primari: petrolio e materie prime non petrolifere; 1979-1987* . . .	11
Inflazione nei paesi del Gruppo dei Dieci; 1961-1987* . . . . .	12
Crescita del PNL/PIL nel 1986: previsioni e andamenti effettivi . . . . .	13
Produzione industriale* . . . . .	14
Variazioni del PNL/PIL a prezzi costanti e delle sue componenti . . . . .	16
Variazioni delle ragioni di scambio . . . . .	17
Paesi del Gruppo dei Dieci: variazioni del reddito reale disponibile e della spesa interna globale; 1971-1986* . . . . .	18
Dinamica del reddito dei fattori e della spesa . . . . .	20
Variazioni del deflatore del PNL/PIL . . . . .	23
Utilizzo della capacità produttiva e investimenti fissi delle imprese . . . . .	25
Formazione di capitale e rapporti capitale/prodotto e capitale/lavoro . . . . .	26
Disoccupazione . . . . .	27
Dinamica dell'offerta di lavoro . . . . .	28
Dinamica della disoccupazione e delle retribuzioni . . . . .	30
Saldo economico con l'estero in percentuale del PIL nei tre maggiori paesi; 1980-86*	32
Livelli e tassi di crescita della domanda interna nei tre maggiori paesi; 1982-86* . . .	33
Variazioni nel saldo economico con l'estero in termini reali . . . . .	34
Variazioni della domanda interna reale . . . . .	34
Quota delle importazioni sulla domanda interna . . . . .	35
Saldi del bilancio delle amministrazioni pubbliche . . . . .	37
Debito delle amministrazioni pubbliche ed esborsi per interessi . . . . .	38
<b>III. Il commercio e i pagamenti internazionali</b>	
Interscambio mondiale; 1983-86* . . . . .	43
Stati Uniti: redditi netti da investimenti . . . . .	45
Stati Uniti: componenti delle variazioni del saldo commerciale. Stime . . . . .	46
Stati Uniti: bilancia dei movimenti di capitali . . . . .	49
Stati Uniti: operazioni internazionali in titoli . . . . .	50
Giappone: componenti delle variazioni del saldo commerciale. Stime . . . . .	51
Giappone: bilancia dei movimenti di capitali . . . . .	52
Germania: componenti delle variazioni del saldo commerciale. Stime . . . . .	54
Germania: bilancia dei movimenti di capitali . . . . .	55
Saldi delle partite correnti . . . . .	58
Paesi del Gruppo dei Dieci: struttura dei flussi di capitali . . . . .	60
Paesi in via di sviluppo: componenti delle variazioni delle partite correnti. Stime . .	63
Paesi in via di sviluppo: finanziamento dei disavanzi delle partite correnti; 1984-86. Stime . . . . .	66

## IV. Andamenti dei mercati finanziari nazionali

Tassi di interesse nominali ed inflazione; 1984-87*	71
Indici di correlazione delle variazioni dei tassi su titoli di Stato a lungo termine . . .	72
Tassi di interesse reali effettivi a breve termine . . . . .	73
Differenziali di rendimento fra "Treasury bonds" USA e titoli di Stato analoghi di altri paesi . . . . .	74
Corsi azionari nelle borse valori dei paesi del Gruppo dei Dieci; 1980-87* . . . . .	75
Saldi finanziari dei settori . . . . .	77
Fondi raccolti dai settori interni non finanziari . . . . .	79
Settore famiglie: propensione al risparmio e plusvalenze azionarie . . . . .	82
Rapporto fra indebitamento lordo e PNL per i settori interni non finanziari . . . . .	83
Stati Uniti e Giappone: disavanzi dei settori pubblico e privato e saldo con l'estero; 1975-1986* . . . . .	84
Rapporto indebitamento lordo/PNL per settori; 1975-1986* . . . . .	86
Indici di insolvenza; 1975-1985* . . . . .	87

## V. I mercati internazionali dei capitali

Tendenze sui mercati internazionali dei capitali; 1982-86* . . . . .	101
Variazioni nelle attività sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI, a tassi di cambio costanti e correnti; 1980-86* . . . . .	103
Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime): variazioni nelle posizioni creditorie sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI ed emissioni obbligazionarie internazionali . . . . .	104
Banche dichiaranti alla BRI: configurazione dell'attività internazionale . . . . .	108
Raccolta e impieghi dei fondi bancari internazionali. Stime . . . . .	109
Flussi creditizi tra le banche dichiaranti alla BRI e gruppi di paesi esterni all'area dichiarante. Stime . . . . .	111
Flussi creditizi tra le banche dichiaranti e singoli gruppi di PVS non OPEC . . . . .	112
Andamenti nei singoli centri di mercato . . . . .	114
Attività internazionali delle banche in base alla nazionalità della casa-madre . . . . .	116
Attività e passività internazionali delle banche in base alla nazionalità della casa-madre . . . . .	117
Struttura per monete delle posizioni sull'estero delle banche dichiaranti . . . . .	118
Struttura del mercato bancario dell'ECU . . . . .	119
Attività sul mercato finanziario internazionale, suddivisa per settori di mercato e per mutuatari . . . . .	120
Profilo strutturale del mercati obbligazionari internazionali . . . . .	122
Rendimenti di talune categorie di obbligazioni internazionali e tassi di interesse sui depositi in eurodollari; 1984-87* . . . . .	123
I mercati obbligazionari internazionali per gruppi di mutuatari . . . . .	126
Evoluzione dell'indebitamento internazionale dei vari gruppi di PVS; 1980-86* . . . . .	127
Fattori determinanti il fabbisogno di finanziamento di alcuni gruppi di PVS; 1980-86* . . . . .	129

## VI. La politica monetaria ed i vincoli esterni

Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di espansione . . . . .	137
Aggregati monetari: obiettivi e andamenti; 1975-1987* . . . . .	139
Velocità di circolazione della moneta in rapporto al reddito e tassi di interesse a breve; 1980-87* . . . . .	143
Componenti dell'espansione nella quantità di moneta in senso lato e nella liquidità totale . . . . .	144
Contropartite delle variazioni della quantità di moneta in senso lato . . . . .	147
Tassi di interesse ufficiali e di mercato; 1985-87* . . . . .	153
Tassi di interesse a breve e a lungo termine nei paesi dello SME; 1985-87* . . . . .	156
Tassi di interesse rappresentativi in Francia e in Svezia; 1985-87* . . . . .	162

## VII. Il sistema monetario internazionale

Tassi di cambio bilaterali di alcune monete rispetto al dollaro USA; 1985-87* . . . . .	172
Tassi di cambio bilaterali di alcune monete rispetto al marco tedesco; 1985-87* . . . . .	173
Tassi di cambio effettivi di alcune monete; 1980-87* . . . . .	176
Tassi di cambio bilaterali reali di alcune monete rispetto al dollaro USA; 1972-1987* . . . . .	179
Tassi di cambio a pronti nel meccanismo di cambio dello SME; 1985-87* . . . . .	184
Andamenti rispetto alla Germania dei costi e dei prezzi di alcuni paesi dello SME; 1983-87* . . . . .	186
Prezzi di mercato dell'oro; 1985-87* . . . . .	188
Produzione mondiale di oro. Stime . . . . .	188
Mercato dell'oro: fonti e impieghi. Stime . . . . .	189
Variazioni nelle riserve globali . . . . .	191
Struttura degli impieghi delle riserve valutarie . . . . .	195

## VIII. L'attività della banca

Prestiti comunitari in essere . . . . .	202
Totali di bilancio negli ultimi cinque esercizi finanziari . . . . .	204
Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi cinque esercizi finanziari . . . . .	205
Origine delle risorse finanziarie esterne . . . . .	206
Scadenza e natura delle risorse finanziarie esterne . . . . .	207
Composizione delle attività a vista e di altri impieghi . . . . .	208
"Depositi vincolati e anticipazioni" e "Titoli di Stato e altri titoli", suddivisi in base alla vita residua . . . . .	209

# CINQUANTASETTESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL' ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea il 15 giugno 1987

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la cinquantasettesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1986 e terminato il 31 marzo 1987.

Dopo il trasferimento di franchi oro 4.133.390 all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione, l'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 91.081.090 a fronte di franchi oro 80.171.806 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 25.081.090 al pagamento di un dividendo di 155 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 26.400.000 al Fondo di riserva generale, franchi oro 4.000.000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 35.600.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1986-87 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1987.



## I. UNO SCENARIO MENO FAVOREVOLE DELLO SCORSO ANNO

Comunque si guardi agli sviluppi economici mondiali dello scorso anno, si deve riconoscere che per certi aspetti i problemi che si trovano ad affrontare i responsabili delle politiche sono oggi piú ardui di quanto lo fossero dodici mesi orsono. Ciò vale per i due punti critici, che continuano ad essere rappresentati dagli squilibri esterni nel mondo industrializzato e dalla situazione debitoria internazionale. I maggiori paesi industriali – i quali concordano sull'analisi generale dei problemi, sul principio di un miglior coordinamento delle politiche e sulla desiderabilità di tassi di cambio stabili – sono posti di fronte a tre situazioni inquietanti: è aumentato il rischio di una guerra commerciale dato il persistere degli ampi squilibri nelle bilance dei pagamenti; nei paesi eccedentari la crescita economica ha subito un rallentamento sotto l'impatto degli aggiustamenti dei tassi di cambio negli ultimi due anni; la stabilizzazione dei cambi mediante interventi valutari si rivela ben piú difficile dell'aggiustamento, fintanto che i mercati non vedono muoversi nella giusta direzione le grandezze economiche fondamentali. Per quanto concerne l'altro punto critico, le bilance dei pagamenti di numerosi paesi fortemente indebitati si sono deteriorate, per cause esogene oppure in seguito ad una cattiva gestione economica interna. Per giunta, l'attuale strategia debitoria sta dando segni di usura in alcuni paesi indebitati e in certi ambiti della comunità bancaria internazionale.

A fronte di queste aree problematiche il quadro generale presenta evidentemente anche aspetti positivi. Alcuni di essi, tuttavia, sono proprio quelli che erano già palesi un anno fa e dai quali ci si attendeva allora un'evoluzione piú favorevole: bassa inflazione, basso livello dei tassi di interesse nominali, bassi prezzi del petrolio. Sfortunatamente, essi non hanno impartito alla crescita economica quello slancio che molti osservatori si sentivano di poter pronosticare. Se dapprima è parso che ciò potesse essere attribuito a ritardi piú lunghi del previsto, si è ora fatta strada l'impressione che, qualunque fosse il loro effetto netto di stimolo, esso sia stato in ogni caso sopravanzato dall'impatto negativo, piú forte del previsto, delle amplissime variazioni dei tassi di cambio.

In queste due spiegazioni vi è un aspetto comune, che ha potuto essere nuovamente constatato nel 1986 e che in retrospettiva può sembrare alquanto ovvio: in presenza di sviluppi rapidi e di vasta portata con effetti per un verso negativi e per l'altro positivi, la reazione ai primi è quasi sempre piú rapida di quella ai secondi. In parte ciò si spiega semplicemente con il fatto che le decisioni negative richiedono minor tempo di quelle positive. Ad esempio, la decisione di annullare o differire un programma di investimento può richiedere non piú di una settimana ed ha effetti immediati, mentre la decisione di avviare un programma di investimento può richiedere diversi mesi, e ancor piú tempo dovrà passare prima che essa si rifletta, in un primo tempo sugli ordinativi, e quindi sulla produzione. Vi sono tuttavia anche fattori psicologici che accentuano questi schemi di comportamento: gli effetti sfavorevoli si ripercuotono rapidamente sulle aspettative, mentre vi è la

tendenza a non confidare nella buona sorte e ad aspettare piuttosto che gli sviluppi favorevoli si consolidino prima di lasciarsi influenzare nelle scelte. L'esperienza di quindici anni di ripetuti *shocks* esterni ha contribuito al radicarsi di tale atteggiamento "attendista".

La caduta dei prezzi del petrolio nel 1986 costituisce uno di quegli eventi a cui sono associati effetti sfavorevoli per gli uni e favorevoli per gli altri. La reazione dei produttori di petrolio al calo dei loro proventi è stata rapida e netta, mentre la risposta dei consumatori all'aumento del loro reddito reale è stata più lenta e meno chiara. La drastica riduzione delle importazioni dei paesi in via di sviluppo produttori di petrolio ha costituito un fattore determinante negli andamenti economici del 1986 e dei mesi successivi, così come lo è stato il diffuso ridimensionamento dei piani di investimento nei paesi industriali produttori di petrolio. L'altro importante sviluppo con caratteristiche analoghe è ovviamente quello avutosi sui mercati dei cambi, con le sue ripercussioni negative sugli esportatori dei paesi con monete in apprezzamento da un lato, e con i suoi vantaggi per gli esportatori nei paesi con monete in fase di deprezzamento, dall'altro. Mentre negli Stati Uniti gli ordinativi dall'estero e persino il volume delle esportazioni sono aumentati sulla scia del deprezzamento del dollaro, per il momento si hanno poche indicazioni di una reazione positiva in termini di investimenti in impianti ed attrezzature. In passato l'*apprezzamento* di una moneta è stato visto spesso come uno stimolo per gli esportatori ad esprimere il meglio di se stessi, attraverso un potenziamento degli investimenti fissi quale mezzo principale per accrescere l'efficienza e quindi fronteggiare il calo dei proventi e difendere le quote di mercato. Nella maggior parte dei casi il margine di profitto delle imprese che esportano negli Stati Uniti era certamente molto ampio all'epoca in cui il dollaro si trovava ai massimi livelli, e ciò ha consentito loro di assorbire una parte cospicua dell'aggiustamento dei tassi di cambio. Ma si tratta ovviamente di una questione di misura. Alla metà del 1986 le industrie esportatrici, dapprima in Giappone ma ben presto anche in Germania e in altri paesi europei, hanno cominciato a ridurre drasticamente la spesa per investimenti. Ciò ha alterato gli equilibri e, malgrado la vigorosa spesa per consumi privati, la domanda interna non è riuscita ad espandersi che in misura forse appena sufficiente a compensare la forte riduzione nella componente estera. Si sono così deteriorate le prospettive di crescita dei paesi con monete in apprezzamento.

Per molti osservatori le prospettive di sviluppo nei paesi eccedentari destano preoccupazione tanto per le connessioni che essi vi vedono con i problemi in altri ambiti dell'economia mondiale, quanto per gli stessi paesi in questione. Ci si chiede, ad esempio, come possono sperare gli Stati Uniti di ridurre il loro deficit dei pagamenti correnti a dimensioni sopportabili se la crescita economica nei paesi in avanzo non raggiunge almeno valori dell'ordine del 2,5-3% e la loro domanda interna tassi di incremento ancora maggiori. Come può essere sostenuta la domanda aggregata nell'economia mondiale in presenza di un orientamento più restrittivo della politica fiscale statunitense? In che modo possono essere contrastate le ulteriori pressioni protezionistiche se non si riducono il disavanzo dei pagamenti degli Stati Uniti e le eccedenze che ne sono la contropartita? Quali speranze hanno i paesi debitori di esportare in misura sufficiente a finanziare il servizio del debito in mancanza di una crescita adeguata nei paesi industriali? E' certamente positivo il fatto che negli ultimi anni si sia sviluppata una più diffusa percezione di questo tipo di interdipendenze a livello internazionale. Al tempo stesso non va dimenticato che

l'andamento economico di ciascun paese è una questione che concerne innanzitutto il paese stesso; le ripercussioni su altri paesi non possono che costituire un importante aspetto addizionale. Il tentare di imporre dall'esterno le priorità di politica economica può solo suscitare irritazione ed accrescere le tensioni.

L'attuale peggioramento delle prospettive di sviluppo nei maggiori paesi in avanzo non è tuttavia meno inquietante se visto sotto il profilo interno. Ultimamente, nei paesi europei i problemi del mercato del lavoro avevano infine cominciato a dare i primi, da lungo attesi, segni di alleviamento, con una crescita sensibile dell'occupazione, anche se la disoccupazione è calata di poco a causa dell'ulteriore espansione delle forze di lavoro per effetto di fattori demografici e di rientri sul mercato del lavoro. La favorevole dinamica dell'occupazione pare essere proseguita fino ad epoca alquanto recente, ma è difficile immaginare come essa possa reggere ad un marcato rallentamento della crescita economica. Inoltre, per la prima volta nel dopoguerra, la disoccupazione sta diventando un problema importante anche in Giappone.

La situazione presente è destinata quindi a rianimare il dibattito sul ruolo della gestione della domanda. Se è vero che le condizioni dell'offerta sono migliorate sensibilmente negli ultimi anni e che le attuali difficoltà originano prevalentemente da fattori esterni, alcune delle classiche argomentazioni contrarie allo stimolo della domanda potrebbero non essere più valide. Indubbiamente il *fine-tuning* troverà pochi fautori, giacché non sono comunque ottenibili risultati nell'immediato. Tuttavia, l'idea di un possibile impiego della politica fiscale per sostenere la crescita economica pare incontrare crescente favore. In Germania, gli alleggerimenti fiscali programmati per il 1988, per citare un esempio, dovranno essere incrementati, anticipando lo sgravio netto previsto per i contribuenti nel quadro della vasta riforma fiscale fissata per il 1990. In Giappone un ampio programma di misure fiscali volte a stimolare la domanda interna è attualmente all'esame del partito di governo. In passato uno dei problemi connessi con la politica fiscale è stata la tendenza in alcuni paesi a farne uso su base permanente, ma non con la dovuta determinazione quando ve ne era realmente la necessità. Uno degli obiettivi, nonché un importante argomento a favore del risanamento della finanza pubblica, è stato quello di ridare incisività agli strumenti della politica fiscale. Sarebbe quindi più che logico farne uso allorché se ne presenta il bisogno, e ben presto potrebbe risultare evidente che ciò è quanto richiede la situazione attuale.

Non pare esservi molto margine a disposizione per un sostegno della domanda aggregata da parte della politica monetaria, la quale rischierebbe chiaramente di essere sollecitata a dismisura. Praticamente ovunque la crescita monetaria procede da tempo su livelli elevati rispetto a qualsiasi parametro. I mercati finanziari hanno reagito prontamente e persino con veemenza, quanto meno in alcuni paesi. Sui mercati dei beni reali si osservano sfasamenti temporali "ampi e variabili" con una frequenza che non consente di liquidare alla leggera i pericoli che comporta una fase prolungata di forte espansione monetaria. Molti non accettano più l'impiego degli aggregati monetari come parametri di guida della politica monetaria, in parte per gli effetti distorsivi prodotti dall'innovazione finanziaria, in parte per l'instabilità delle funzioni di domanda di moneta in generale. Questi aspetti verranno trattati in modo approfondito nel Capitolo VI. La concezione secondo cui una situazione inflazionistica richiede un certo codice prescrittivo di politica monetaria diverso da

quello necessario in un contesto di inflazione domata è scarsamente convincente. Le due situazioni si succedono l'una all'altra, e gli aspetti quantitativi vanno tenuti in considerazione non solo per abbattere l'inflazione ma ugualmente per prevenirla una recrudescenza. L'attendere che si manifestino chiari segnali di allarme equivale quasi certamente a farsi battere sul tempo: su questo punto non vi possono essere dubbi. Ciò non aiuta certamente le autorità monetarie nella ricerca di parametri quantitativi validi allorché gli indicatori impiegati in precedenza sono diventati scarsamente attendibili.

I tassi di interesse, reali e nominali, non possono surrogarsi agli indicatori quantitativi. I tassi del mercato monetario sono sotto il controllo delle autorità monetarie, e la sola domanda che si pone al riguardo è: "controllo a che fine?". Gli altri tassi di interesse, ed in particolare quelli a lungo termine, non soggiacciono ad uno stretto controllo da parte delle autorità. Pare esservi nondimeno un certo consenso sul fatto che più bassi saggi di interesse reali stimolano la crescita economica e che qualsiasi iniziativa delle banche centrali a tale fine va vista con favore. L'esistenza di questo effetto di stimolo è data più o meno per scontata, anche se l'evidenza empirica a sostegno di tale assunto è assai scarsa. Negli anni settanta il rallentamento della crescita economica è avvenuto nella maggior parte dei paesi in presenza di tassi reali negativi. Il ritorno ad un periodo alquanto protratto di moderata crescita si è avuto in condizioni di tassi di interesse reali positivi e, a seconda del metro di misura, relativamente alti. Come di consueto, siffatte constatazioni non sono conclusive, poiché nel frattempo altri elementi sono mutati, sia all'interno delle singole economie, sia sul piano delle posizioni rispettive dei paesi. Non meno controversa è la questione se le banche centrali siano effettivamente in grado di instaurare per un certo tempo una situazione di bassi saggi di interesse reali riducendo i tassi a breve nominali sotto il loro controllo. Da qualsiasi punto di vista lo si consideri, il ruolo della politica monetaria nel migliorare le prospettive di sviluppo non potrà essere che modesto.

E' poco probabile che si possa rapidamente sopperire alla carenza di domanda nei paesi eccedentari provocata dalle ampie variazioni dei cambi negli ultimi due anni facendo ricorso a politiche di stimolo della domanda. Da ciò molti osservatori negli Stati Uniti sembrano dedurre che il disavanzo commerciale USA può essere ricondotto a dimensioni accettabili solo se il dollaro scende ancora nei confronti dello yen e delle monete europee. Essi sono ben disposti ad accettare un ulteriore sostanziale deprezzamento della loro moneta. Il disavanzo commerciale degli Stati Uniti verso i paesi di recente industrializzazione, che sono riusciti a mantenere un tasso di cambio relativamente stabile delle proprie monete nei confronti del dollaro USA, sebbene ritenuto importante, non è visto come elemento essenziale del problema. Il procedimento logico pare essere il seguente. Posto che le attuali dimensioni dello sbilancio delle partite correnti USA sono insostenibili, se una delle due soluzioni possibili - cioè un congruo differenziale di sviluppo - non è attuabile perché i paesi eccedentari non riescono a rilanciare le loro economie in misura sufficiente e gli Stati Uniti non sono disposti ad accettare una recessione come parte del processo di aggiustamento, l'unica alternativa possibile pare essere un'ulteriore flessione del dollaro.

Tuttavia, l'ordine logico di questo ragionamento potrebbe essere senz'altro invertito: se il rilevante deprezzamento del dollaro USA non ha ancora avuto alcun impatto palese sul disavanzo corrente degli Stati Uniti, in gran parte a causa di

indubbi effetti di curva a J, anche un ulteriore aggiustamento dei tassi di cambio richiederà tempi lunghi prima che si rafforzino gli effetti riequilibratori. Nel corso di questo processo si determinerà prima o poi una situazione di *overshooting* dei tassi di cambio, fino a giungere ad un punto di rottura, per poi ricominciare l'ormai noto ciclo, questa volta in direzione opposta e ad un ritmo forse più celere. All'epoca dell'Accordo del Plaza vi era stato un ampio consenso sul fatto che una variazione a dismisura dei cambi è dannosa per tutti e non solo per i paesi con moneta in apprezzamento. Una configurazione distorta dei tassi di cambio trasmette segnali erronei o accresce l'incertezza in quanto essa è ritenuta insostenibile. Ben pochi pretendono di conoscere con precisione dove cominci una tale distorsione, ma questa precisione non è essenziale. Ciò che conta è che i responsabili delle politiche negli Stati Uniti riconoscano — come sembra ora avvenire — che il deprezzamento del dollaro può spingersi troppo oltre e richiedere che si passi all'azione, anche se il disavanzo commerciale e/o corrente non è ancora sceso ad una data cifra "magica". Il Capitolo III fornisce un rendiconto più dettagliato dei progressi finora compiuti verso un migliore equilibrio delle partite correnti nei paesi industriali. Tali progressi potranno anche sembrare modesti, ma essi non sono affatto trascurabili e dimostrano che l'aggiustamento dei cambi sta agendo lentamente nella direzione auspicata.

Resta il quesito, implicito nella premessa della precedente argomentazione, di quanto tempo ancora sia sostenibile un disavanzo corrente degli Stati Uniti non molto inferiore al livello attuale. Esiste anzitutto un aspetto politico. A meno di una rapida riduzione del deficit, vi è la possibilità che gli organi legislativi negli Stati Uniti riescano a far passare norme fortemente protezionistiche. La minaccia di un'involuzione protezionistica è cosa assai seria, non da ultimo per la sua connotazione irrazionale. E' un compito arduo per i *leaders* politici far accettare l'idea che, se si prescinde da una certa soddisfazione per il "gesto di sfida", le misure protezionistiche non risolvono nulla e tanto meno il problema del disavanzo corrente: esse danneggiano i paesi nel loro insieme e gli Stati Uniti in particolare. Ma vi è un altro aspetto della sostenibilità del disavanzo americano, ossia se un deficit di tali proporzioni potrà continuare ad essere finanziato ancora per un certo numero di anni. Secondo alcuni, un indizio che i limiti della finanziabilità sono ormai prossimi è dato dal fatto che negli ultimi tempi la maggior parte del passivo corrente USA non è stata più coperta dagli investitori privati, bensì dalle banche centrali estere, intervenute pesantemente sui mercati dei cambi nel tentativo di impedire un ulteriore deprezzamento del dollaro USA, con risultati alterni. Esiste indubbiamente il pericolo che, non riscontrando un effettivo calo del deficit statunitense, i mercati dei capitali siano disposti a finanziarlo solo a condizione di un tasso di cambio del dollaro più basso o di tassi di interesse più alti oppure di una combinazione di entrambi. Le possibilità di investimento alternative non sono peraltro abbondanti e permane inoltre un atteggiamento di sostanziale e motivata fiducia nell'economia degli Stati Uniti e nelle sue prospettive di crescita a lungo termine. Il modo migliore di preservare questa fiducia sarebbe proprio quello di evitare un'ulteriore flessione del valore del dollaro affinché l'aggiustamento già in corso nell'interscambio in termini di volume si rifletta nel più breve tempo possibile in una contrazione del disavanzo commerciale.

Un'ultima osservazione merita di essere fatta a questo riguardo, sebbene essa sia di scarso interesse per coloro che si peritano di conoscere tutti gli elementi che

determinano le dimensioni future delle bilance correnti: chiunque osservi le amplissime oscillazioni intervenute in questi flussi negli ultimi otto anni, difficilmente potrà convincersi che l'attuale assetto possa mantenersi sostanzialmente invariato ancora per diversi anni. Vi sono state altre situazioni dilemmatiche in passato che si sono risolte più rapidamente di quanto chiunque osasse allora immaginare, così ad esempio il famoso "dollar gap" agli inizi degli anni cinquanta. L'accuratezza delle previsioni a breve termine lascia alquanto a desiderare, ma ancora più azzardato è estendere l'orizzonte delle previsioni al medio e lungo periodo. Non si tratta di fare intervenire un "deus ex machina" nel dibattito, ma più semplicemente di rammentare che non di rado le circostanze mutano più radicalmente di quanto chiunque possa ragionevolmente prevedere.

L'Accordo del Louvre è un'intesa tra i maggiori paesi che sancisce l'opportunità di contrastare ulteriori movimenti dei tassi di cambio, ma è trascorso troppo poco tempo per poter essere certi che questi paesi concordino anche sulle misure necessarie a difendere l'attuale configurazione dei tassi di cambio. L'iniziativa lanciata al vertice di Tokyo per un migliore coordinamento delle politiche, che fa propri elementi già contenuti nell'Accordo del Plaza, è tuttora in fase di attuazione. Benché sia sensato creare un nuovo quadro d'insieme nel quale perseguire il coordinamento delle politiche in un orizzonte di medio e lungo periodo, vi è una generale riluttanza allorché si tratta di assumere impegni le cui implicazioni sono difficili da prevedere. In assenza di un tale quadro operativo, vi è tuttavia il pericolo che il coordinamento delle politiche rimanga essenzialmente un esercizio a breve termine in situazioni di quasi-crisi, basato su un modello alquanto semplicistico di interazione tra le economie in questione o, peggio ancora, su modelli differenti concepiti da differenti paesi. E' ora di capitale importanza che i paesi in avanzo reagiscano di fronte ad una situazione in cui il calo della domanda di esportazioni si ripercuote negativamente sugli investimenti interni. Se essi sapranno essere all'altezza di tale compito, le posizioni dei paesi industriali sul ruolo che la politica economica può e deve svolgere potranno diventare forse più vicine di quanto lo siano mai state dagli inizi degli anni sessanta.

Un punto di assoluta priorità nell'ordine del giorno dei responsabili delle politiche economiche per il 1987 è ancora una volta il problema debitorio internazionale, un ambito in cui per una serie di ragioni lo scorso anno si è avuta una battuta di arresto. Vi è la diffusa impressione che l'attuale approccio "caso per caso" debba essere ulteriormente rafforzato e sviluppato. Diverse banche commerciali non sono chiaramente più disposte a svolgere il ruolo ad esse assegnato nel quadro di questa strategia, e in taluni casi si sono già trovati espedienti per consentire alle istituzioni minori di disimpegnarsi. Alcuni paesi indebitati hanno compiuto seri sforzi per migliorare la struttura delle loro economie e praticamente tutti sono consapevoli che ad essi resta ancora molto da fare, in particolare per accrescere l'efficienza del settore produttivo, per rimuovere le distorsioni nella struttura dei prezzi e per riformare il sistema tributario. Nessuna strategia debitoria ha possibilità di successo senza un'azione energica e tenace da parte dei paesi indebitati. Tuttavia tutti questi sforzi non saranno sufficienti a far uscire questi paesi dalle loro attuali difficoltà in mancanza di un contesto economico esterno relativamente favorevole e di un adeguato finanziamento dall'estero, di preferenza non prevalentemente in forme che accrescono ulteriormente il loro indebitamento.

Tutti questi problemi, e molti altri, verranno trattati nei vari capitoli di questa Relazione, la cui struttura non è cambiata rispetto a quella dello scorso anno. Nei sei successivi capitoli vengono esaminati, nell'ordine, gli sviluppi reali, i mercati finanziari e la politica monetaria. Ciascuno di questi ambiti è trattato dapprima sotto il profilo delle singole economie e successivamente a livello internazionale. I principali problemi vengono ripresi e sintetizzati nelle Conclusioni della Relazione.

## II. L'ECONOMIA REALE E L'AGGIUSTAMENTO ESTERNO

### Aspetti salienti

Gli sviluppi economici mondiali nel 1986 non sono stati all'altezza delle aspettative. Nei paesi del Gruppo dei Dieci la crescita della produzione è rallentata dal 3% nel 1985 al 2,5%, e pare essersi ulteriormente indebolita nel corso di quest'anno. La disoccupazione è rimasta elevata, situandosi in media ad un livello del 7,25% circa.

Questo deludente andamento della crescita economica aggregata desta una certa sorpresa alla luce delle molteplici circostanze propizie dalle quali ci si attendeva un rafforzamento della domanda e dell'offerta globale. Tra queste figurano il calo di prezzo del petrolio, gli eccellenti risultati sul piano dell'inflazione ed i cospicui miglioramenti nelle ragioni di scambio di numerosi paesi. L'andamento dell'inflazione misurata dai prezzi al consumo — che per l'insieme dei paesi del Gruppo dei Dieci era scesa in dicembre all'1,25% — rappresenta un risultato assai soddisfacente, anche se è lecito chiedersi quanto duratura possa essere una dinamica dei prezzi così favorevole.

Paiono esservi tre cause immediate all'origine della crescita economica più lenta del previsto nei paesi del Gruppo dei Dieci. Anzitutto, i paesi importatori di petrolio hanno reagito con lentezza agli incrementi di reddito reale dovuti al miglioramento delle ragioni di scambio. In secondo luogo, la reazione dei paesi in via di sviluppo petroliferi alla riduzione dei proventi delle loro esportazioni è stata relativamente rapida, mentre gli altri PVS hanno presentato una domanda di importazioni relativamente debole. Negli Stati Uniti il calo delle quotazioni del petrolio ha comportato una drastica riduzione degli investimenti delle imprese. Infine, nei paesi con un attivo di parte corrente l'apprezzamento delle rispettive monete ha determinato un calo della domanda estera, il quale ha a sua volta depresso la spesa per investimenti fissi.

Lo scorso anno si sono anche manifestati i primi segni dell'indilazionabile processo di aggiustamento internazionale. L'ampio deprezzamento del dollaro USA nei confronti della maggior parte delle monete dei principali paesi industriali ha cominciato a far evolvere i volumi dell'interscambio nella direzione richiesta. Anche in questo caso, tuttavia, non si può non avvertire una certa insoddisfazione per la lentezza con cui le variazioni dei tassi di cambio si riflettono sui flussi commerciali internazionali.

In tale insieme di circostanze, ed in particolare dinanzi al forte deprezzamento del dollaro, i responsabili delle politiche economiche si trovano a dover affrontare difficili scelte. La maggior parte dei principali paesi ha sostanzialmente mantenuto l'approccio di medio termine adottato per il controllo dell'inflazione, della finanza pubblica e dell'«aggiustamento strutturale», ma i responsabili delle politiche si trovano ora nella necessità di affrontare crescenti problemi a breve termine. Fra i rischi che minacciano l'economia mondiale stanno assumendo un peso crescente le pressioni protezionistiche, le tensioni valutarie e il problema debitorio internazionale. Posto che occorra transigere temporaneamente sugli obiettivi di

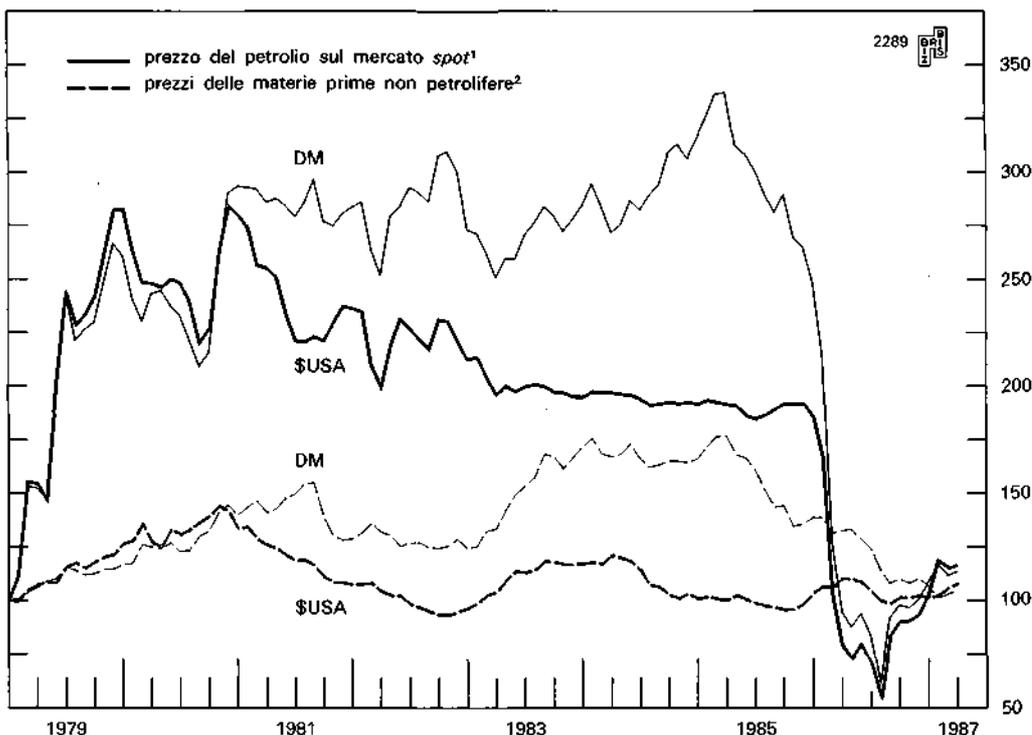
medio periodo, si potrebbe allora sostenere che prima lo si fa, meglio è. Ciò perché, quanto più a lungo la crescita si mantiene su bassi livelli, tanto maggiori tenderanno ad essere i problemi fiscali a medio termine.

Dal lato degli elementi positivi si può osservare che sono in atto aggiustamenti degli squilibri esterni e di bilancio degli Stati Uniti. Per un certo tempo questi squilibri sono stati di beneficio per i *partners* commerciali di questo paese, sia alimentando la componente estera della domanda, sia consentendo un consolidamento della finanza pubblica maggiore di quanto sarebbe stato altrimenti possibile. Se gli Stati Uniti correggeranno i propri squilibri e gli altri paesi si adegueranno al nuovo livello del dollaro, vi sono buone probabilità di una crescita duratura nel più lungo periodo. A breve termine, tuttavia, si prospettano pericoli che vanno scongiurati mediante un approccio delle politiche improntato alla flessibilità.

### Le condizioni favorevoli

Agli inizi del 1986 le quotazioni del petrolio avevano subito un drastico calo. Ci si poteva ragionevolmente attendere che questo sviluppo accelerasse il ritmo di crescita del prodotto nell'insieme dei paesi industriali: entrambi i precedenti *shocks*

Prezzi dei prodotti primari: petrolio e materie prime non petrolifere; 1979-1987  
Medie mensili, dicembre 1978=100



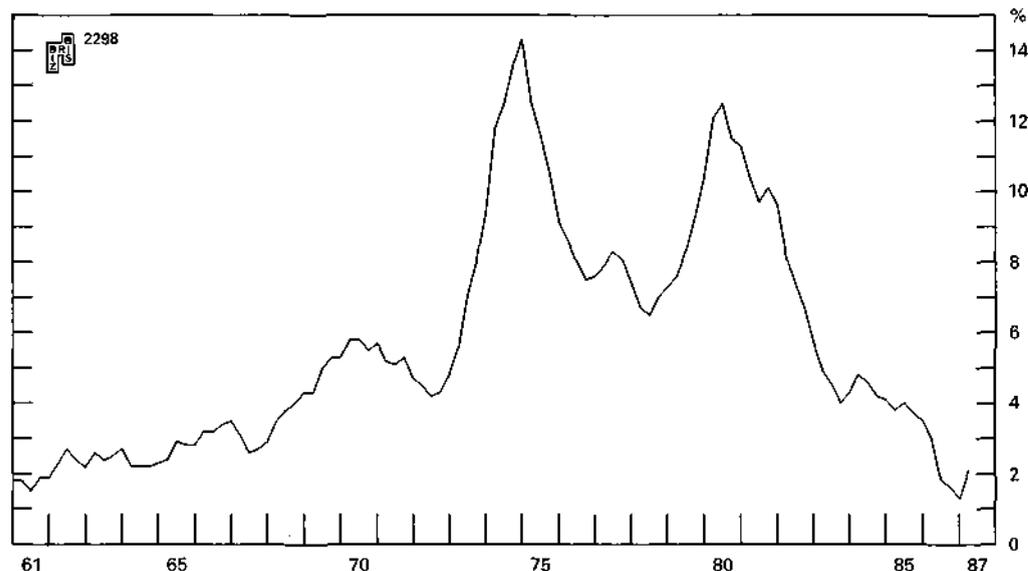
<sup>1</sup> "Arabian light" sul mercato di Rotterdam; "Saudi Arabian 34°" fino al 1985, "Dubai Fateh 32°" a partire dal 1986. <sup>2</sup> Indice dell'"Economist".

petroliferi, di segno opposto, erano stati seguiti da una recessione. Anche un'analisi piú rigorosa sembrava confortare questa deduzione: in particolare, un ulteriore regresso dell'inflazione avrebbe dovuto contribuire a migliorare i risultati in termini di crescita economica, non solo direttamente, ma anche per effetto del mantenimento di politiche monetarie orientate ad una progressione stabile delle grandezze nominali. Anzi, si riteneva che in diversi paesi un tale obiettivo sarebbe stato compatibile con uno sconfinamento dagli obiettivi monetari intermedi, tanto piú che i mercati valutari imponevano sui paesi eccedentari pressioni tendenti a spingere la politica monetaria nella stessa direzione. I guadagni in termini di ragioni di scambio si sarebbero cosí tradotti quasi per intero in un aumento del reddito reale disponibile degli operatori economici e dei settori. Inoltre, si poteva ritenere che – per analogia simmetrica con i precedenti *shocks* petroliferi – la corrispondente perdita di potere d'acquisto reale nei paesi esportatori di petrolio non si sarebbe rispecchiata subito e integralmente in una riduzione nel volume di spesa per importazioni dai paesi industriali.

In effetti l'inflazione ha subito un ulteriore calo, addirittura superiore a quello registrato in ciascuno dei tre precedenti anni di disinflazione. A dicembre i prezzi al consumo nei paesi del Gruppo dei Dieci segnavano un incremento su base media ponderata di circa l'1,25% nell'arco dell'anno, rispetto ad un tasso leggermente superiore al 3,5% nel dicembre 1985. In alcuni paesi il livello dei prezzi al consumo è persino calato.

I guadagni in termini di ragioni di scambio ed il calo relativamente ampio dell'inflazione nel 1986 sono tuttavia fenomeni piuttosto di breve periodo. Infatti, per quanto riguarda l'inflazione dei prezzi al consumo, è probabile che si ripristini

Inflazione nei paesi del Gruppo dei Dieci; 1961–1987\*



\* Variazione percentuale media dei prezzi al consumo su quattro trimestri; pesi della spesa per consumi e tassi di cambio ai valori dell'anno precedente.

una certa tendenza ascendente dei costi interni. In tutti i casi, va altresì riconosciuto che il favorevole contesto creatosi lo scorso anno è in buona parte il portato di sviluppi precedenti. E ciò non soltanto perché da diversi anni le politiche macroeconomiche perseguivano un corso antinflazionistico, guadagnandosi una crescente credibilità circa l'impegno a mantenere questo indirizzo non condiscendente. Le politiche avevano assunto in generale un approccio orientato maggiormente ad obiettivi di medio periodo ed al lato dell'offerta dell'economia. Ad esempio, la finanza pubblica – sebbene non ancora del tutto sotto controllo – si è mossa, in modo graduale ma generalizzato, verso assetti più equilibrati, consentendo lo scorso anno una certa maggiore flessibilità a breve termine della politica monetaria.

Il consolidamento dei bilanci pubblici sta anche creando la possibilità di ridurre l'onere imposto dal sistema tributario, per lo meno in termini di un miglioramento della struttura impositiva. La riforma fiscale sta infatti divenendo una questione di crescente importanza, specie dopo l'iniziativa presa dagli Stati Uniti, un'iniziativa che di per sé origina negli altri paesi pressioni ed incentivi a seguirne l'esempio.

Più in generale, da diversi anni ormai la politica economica è impegnata in un'azione tesa a rendere più agile ed efficiente l'apparato economico. Una molteplicità di iniziative minori – spesso di portata modesta se considerate singolarmente – è stata attuata all'insegna dell'«aggiustamento strutturale», ponendo l'enfasi soprattutto sulla necessità di migliorare la funzionalità dei meccanismi di mercato. La deregolamentazione, la privatizzazione e l'allentamento delle restrizioni costituiscono senz'altro gli aspetti più caratterizzanti di tale orientamento.

Fra gli sviluppi degli ultimi anni ve n'è tuttavia uno che minaccia di pregiudicare gli effetti benefici dei fattori a breve e medio termine ora menzionati. Esso è rappresentato dal crescente disequilibrio dei pagamenti internazionali. Sulla scia di questo squilibrio si sono accresciuti i pericoli nonché i segni visibili di tendenze protezionistiche. E' anche possibile che gli operatori economici temano

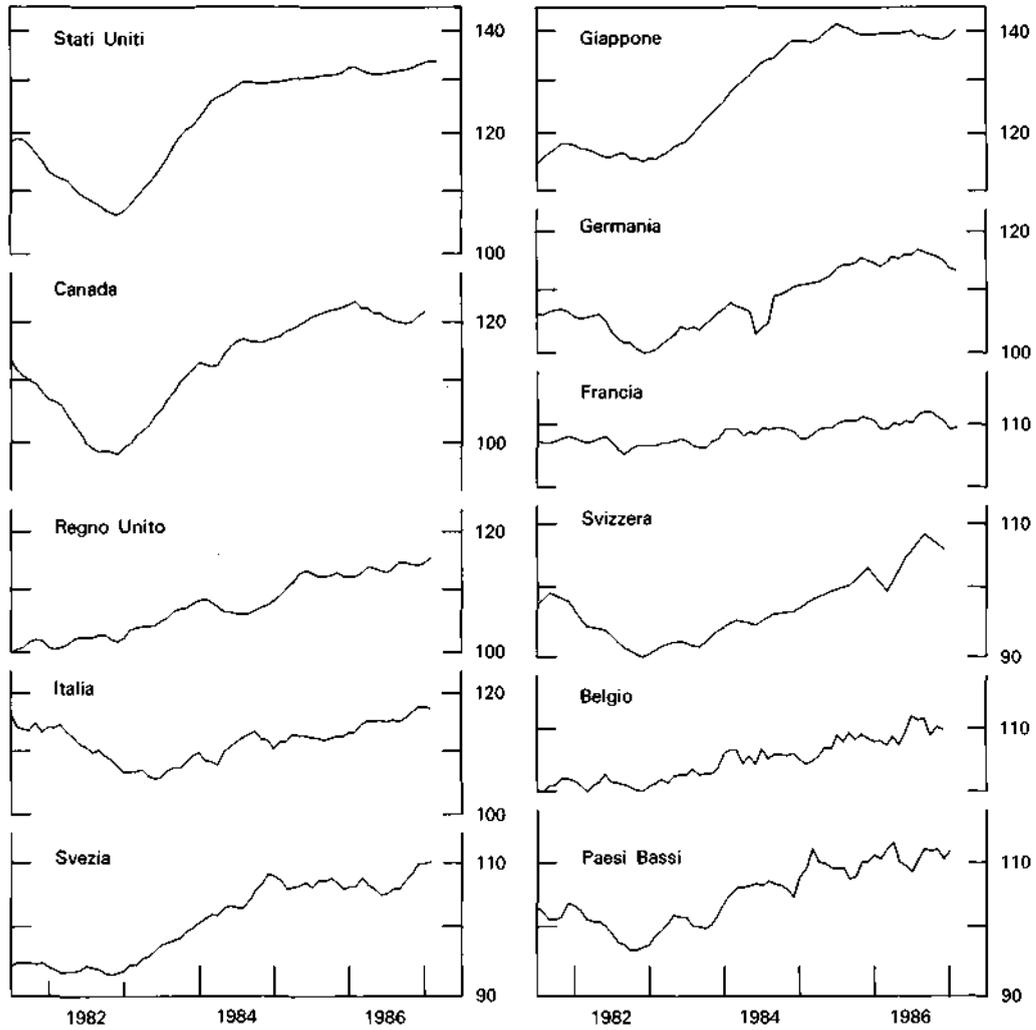
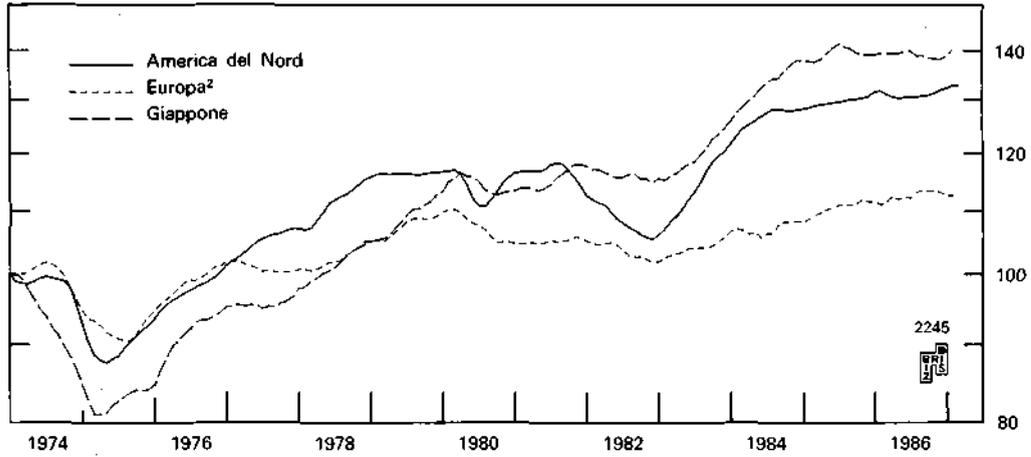
Crescita del PNL/PIL nel 1986: previsioni e andamenti effettivi

Paesi	Previsioni <sup>1</sup>	Andamenti
	variazioni percentuali	
Stati Uniti . . . . .	3,4	2,5
Giappone . . . . .	4,0 <sup>2</sup>	2,5
Germania . . . . .	2,5	2,4
Francia . . . . .	2,0	2,1
Regno Unito . . . . .	3,0	2,4
Italia . . . . .	2,5-3,0	2,7
Canada . . . . .	3,7	3,1
Belgio . . . . .	1,3	2,1
Paesi Bassi . . . . .	2,0	1,6
Svezia . . . . .	1,6	1,3
Svizzera . . . . .	1,5	2,8
Paesi del Gruppo dei Dieci . . . . .	3,2	2,5

<sup>1</sup> Proiezioni nazionali pubblicate negli ultimi mesi del 1985 o agli inizi del 1986, per lo più in concomitanza con la presentazione del bilancio di previsione. <sup>2</sup> Media per l'esercizio finanziario: aprile 1986 – fine marzo 1987.

### Produzione industriale<sup>1</sup>

Dicembre 1973=100



<sup>1</sup> Medie mobili di tre mesi (diagramma semilogaritmico); gli indici per l'America del Nord e l'Europa sono stati calcolati impiegando pesi del PIL e tassi di cambio ai valori dell'anno precedente. <sup>2</sup> Comprende Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito e Svizzera.

una significativa riduzione della domanda interna degli Stati Uniti, nel quadro del processo di aggiustamento. Nel 1986 si è già osservata una preoccupante e generale contrazione degli investimenti fissi delle imprese (si vedano anche le pagine 24 e 25). Questi sviluppi fanno temere che possa continuare il ridimensionamento dei piani di investimento. Sebbene il calo del dollaro e le migliorate prospettive per il disavanzo di bilancio USA consentano di sperare in una riduzione degli squilibri nei pagamenti internazionali, i dati mostrano che il processo di aggiustamento sarà più lento di quanto inizialmente previsto, e ciò con il rischio di ulteriori tensioni sui mercati dei capitali e dei beni reali.

Cionondimeno, considerando l'insieme dei fattori sopra menzionati, lo scenario che ne risultava pareva essere propizio ad un miglioramento nella prestazione economica del mondo industrializzato nel 1986. Il risultato complessivo è stato quindi deludente, come conferma il raffronto tra le previsioni e gli andamenti nei singoli paesi. Non solo il tasso di crescita della produzione è sceso nel corso del primo semestre a poco più del 2% su base annua, ma anche l'auspicato recupero nella seconda metà dell'anno è stato esitante ed ha ceduto il passo ad un nuovo rallentamento nei primi mesi del 1987.

#### **Analisi degli andamenti: quadro d'insieme**

Nei paragrafi che seguono si tenta anzitutto di individuare le cause principali dei deludenti risultati dello scorso anno in termini di crescita economica, attraverso una disamina degli andamenti del reddito e della spesa.

Successivamente vengono presi in esame alcuni sviluppi dello scorso anno in un'ottica di medio periodo, soffermandosi su taluni aspetti di fondo della dinamica dell'offerta. I costi salariali nominali non hanno mostrato quella moderazione che ci si poteva attendere alla luce dell'elevata disoccupazione e del favorevole *shock* esterno dei prezzi. Ciò a sua volta implica che sussistono dubbi circa la "sostenibilità" di tassi di crescita produttiva più elevati e tali, in particolare, da ridurre la disoccupazione. Questi dubbi sono rafforzati, specie nel caso di alcuni paesi europei, dalla dinamica sia a breve sia a medio termine degli investimenti. Insieme al rischio di inflazione da salari, anche questo elemento riduce le prospettive di un rapido e sensibile calo della disoccupazione.

Una terza parte esamina i progressi compiuti lo scorso anno nell'aggiustamento dell'interscambio reale in relazione alla flessione del dollaro e alle variazioni nei tassi relativi di crescita della domanda interna.

Alla luce di questa analisi degli sviluppi economici dello scorso anno, l'ultimo paragrafo del presente capitolo considera alcuni aspetti delle politiche macroeconomiche con particolare riguardo alla politica fiscale.

#### **Analisi degli andamenti: domanda e produzione**

Dopo aver raggiunto un massimo del 4,75% nel 1984, la crescita della produzione nei paesi del Gruppo dei Dieci era scesa, in media, al 3% nel 1985 ed è calata ulteriormente al 2,5% lo scorso anno. Un tasso alquanto inferiore è stato registrato nel quarto trimestre sul corrispondente periodo del 1985.

**Variazioni del PNL/PIL a prezzi costanti e delle sue componenti<sup>1</sup>**

Paesi	Anni	PNL/ PIL a prezzi costanti	Consumi		Investimenti fissi lordi			Esporta- zioni	Importa- zioni	Variazio- ni delle scorte <sup>3</sup>
			privati	pubblici	privati escluse abita- zioni <sup>2</sup>	abita- zioni	pubblici			
in percentuale										
Stati Uniti . . . . .	1983	3,6	4,7	1,1	- 1,5	42,0		- 3,8	9,6	0,6
	1984	6,4	4,7	4,0	16,9	14,3		6,2	23,2	2,0
	1985	2,7	3,5	6,8	9,3	3,9		- 2,0	3,8	- 1,4
	1986	2,5	4,1	3,5	- 1,0	9,4		2,5	10,4	- 0,1
	1986 IV	2,0	4,0	2,7	- 4,0	10,0		6,3	7,9	- 0,6
Giappone . . . . .	1983	3,3	3,2	3,0	2,6	- 5,9	- 1,5	4,0	- 5,2	- 0,4
	1984	5,0	2,7	2,8	11,5	- 2,2	- 2,8	17,5	11,1	0,4
	1985	4,7	2,6	1,9	12,3	2,6	- 7,0	5,4	- 0,1	0,4
	1986	2,5	2,7	6,6	6,5	10,1	4,6	- 4,8	3,3	- 0,2
	1986 IV	2,0	2,2	17,3	3,2	17,7	6,7	- 3,7	6,4	- 1,1
Germania . . . . .	1983	1,8	1,7	0,2	5,0	5,5	- 8,6	- 0,6	0,8	0,6
	1984	3,0	1,5	2,5	0,8	2,0	- 2,1	8,5	5,5	0,4
	1985	2,5	1,7	2,2	5,4	- 10,5	- 0,4	7,3	4,7	0,1
	1986	2,4	4,2	2,5	4,6	- 1,2	6,9	- 0,5	3,2	0,0
	1986 IV	2,4	4,0	1,9		3,8 <sup>4</sup>		- 0,9	4,2	0,6
Francia . . . . .	1983	0,7	0,9	2,1	- 4,2	- 2,6	- 3,5	3,7	- 2,7	- 0,8
	1984	1,4	1,1	1,2	- 1,4	- 4,3	- 1,5	7,1	2,8	0,1
	1985	1,7	2,4	3,2	1,8	- 2,7	6,1	2,1	4,7	- 0,1
	1986	2,1	3,4	2,7	4,3	- 1,6	7,5	- 0,6	6,6	0,6
	1986 IV	2,3	2,8	2,9	5,5	- 1,1	7,0	- 2,2	2,8	0,5
Regno Unito . . . . .	1983	3,7	3,9	2,0	- 0,6	11,3	18,6	2,2	5,5	0,8
	1984	2,1	2,1	0,7	13,4	8,9	0,3	6,9	9,2	- 0,3
	1985	3,6	3,7	0,2	10,1	- 3,0	- 14,3	5,8	3,1	0,3
	1986	2,4	4,6	1,2	- 2,6	13,2	3,9	3,0	5,8	0,0
	1986 IV	2,9	4,3	2,0	- 3,0	14,2	1,5	7,6	10,0	0,4
Italia . . . . .	1983	0,5	0,4	2,8	- 3,7	3,9		2,3	- 1,6	- 0,6
	1984	3,5	2,2	2,0	6,0	0,6		7,6	11,3	1,8
	1985	2,7	2,7	3,5	5,6	- 2,4		4,0	5,3	0,2
	1986	2,7	3,2	3,0	2,4	- 2,0		3,1	5,1	0,6
	1986 IV	2,4	2,8	3,5		1,1 <sup>4</sup>		- 4,1	- 1,4	0,4
Canada . . . . .	1983	3,1	3,0	0,8	- 7,4	15,2	- 3,6	6,4	7,8	2,1
	1984	5,5	3,6	3,1	0,6	- 0,3	4,2	17,5	16,4	1,2
	1985	4,0	5,0	1,9	4,1	12,5	2,7	5,8	7,7	0,0
	1986	3,1	4,0	1,2	- 0,8	13,1	- 4,5	3,1	5,1	0,4
	1986 IV	1,6	3,2	0,7	- 3,6	8,1	- 6,1	3,3	3,2	- 0,6
Paesi del Gruppo dei Dieci <sup>5</sup> . . . . .	1983	2,8	3,3	1,4	- 0,5	15,3		1,1	2,6	0,3
	1984	4,9	3,2	2,9	8,7	5,4		8,9	12,0	1,1
	1985	3,0	3,0	4,6	6,7	1,5		3,2	3,8	- 0,6
	1986	2,5	3,7	3,3	1,9	7,5		0,9	6,4	0,0
	1986 IV <sup>6</sup>	2,1	3,5	3,9		2,2 <sup>4</sup>		1,7	5,7	- 0,4

<sup>1</sup> I dati per il 1986 sono provvisori; quelli relativi al quarto trimestre 1986 si riferiscono a variazioni su quattro trimestri.  
<sup>2</sup> Per l'Italia e per i Paesi del Gruppo dei Dieci, comprendono gli investimenti pubblici. <sup>3</sup> In percentuale del PNL/PIL dell'anno precedente. <sup>4</sup> Totale investimenti fissi. <sup>5</sup> Ponderazione in base alla domanda e tassi di cambio ai valori dell'anno precedente. <sup>6</sup> Solo i paesi del Gruppo dei Sette.

Considerando anzitutto le variazioni delle ragioni di scambio, sempre con riferimento all'insieme dei paesi del Gruppo dei Dieci, il loro miglioramento complessivo (cioè relativo a beni e servizi) è stato di oltre il 7%, corrispondente al risultato di gran lunga migliore conseguito in un singolo anno da oltre trent'anni. Questo incremento, tuttavia, è pari solo alla metà circa delle perdite subite nel 1974 e, cumulativamente, nel 1979 e 1980. Inoltre, esso si è ripartito in modo alquanto

Variazioni delle ragioni di scambio<sup>1</sup>

Paesi	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
	in percentuale							
Stati Uniti . . . . .	- 4,0	-11,5	2,1	4,2	3,9	2,3	0,7	2,1
Giappone . . . . .	-13,6	-21,0	0,2	- 0,6	- 1,1	0,4	1,8	26,6
Germania . . . . .	- 2,7	- 5,1	- 5,0	1,1	1,1	- 1,2	0,5	10,6
Francia . . . . .	- 0,1	- 3,9	- 2,3	4,7	1,3	- 0,5	2,4	9,8
Regno Unito . . . . .	2,6	4,8	0,8	0,0	- 0,2	- 2,0	1,5	- 3,6
Italia . . . . .	- 1,0	- 3,5	- 5,9	2,3	3,7	- 0,5	0,9	14,1
Canada . . . . .	6,7	6,6	1,3	- 2,0	- 0,3	- 1,3	- 1,8	- 3,3
Belgio . . . . .	0,2	- 4,0	- 3,8	0,0	0,2	- 0,2	0,7	4,7
Paesi Bassi . . . . .	- 2,4	- 1,9	- 0,3	2,6	- 0,5	0,3	0,5	1,7
Svezia . . . . .	- 1,5	- 2,0	- 2,1	- 2,1	- 1,1	1,9	1,5	6,9
Svizzera . . . . .	- 4,4	- 5,6	0,8	4,3	2,0	0,0	- 1,1	6,1
Paesi del Gruppo dei Dieci <sup>2</sup> . . . . .	- 4,1	- 8,7	- 0,3	2,4	1,9	0,8	0,9	7,3

<sup>1</sup> Beni e servizi. <sup>2</sup> Paesi del PIL e tassi di cambio ai valori dell'anno precedente.

difforme (si veda la tabella), non solo a causa dei movimenti dei tassi di cambio, ma anche perché alcuni paesi, come gli Stati Uniti, il Canada e il Regno Unito, sono a loro volta produttori relativamente importanti di prodotti energetici e/o di altre materie prime.

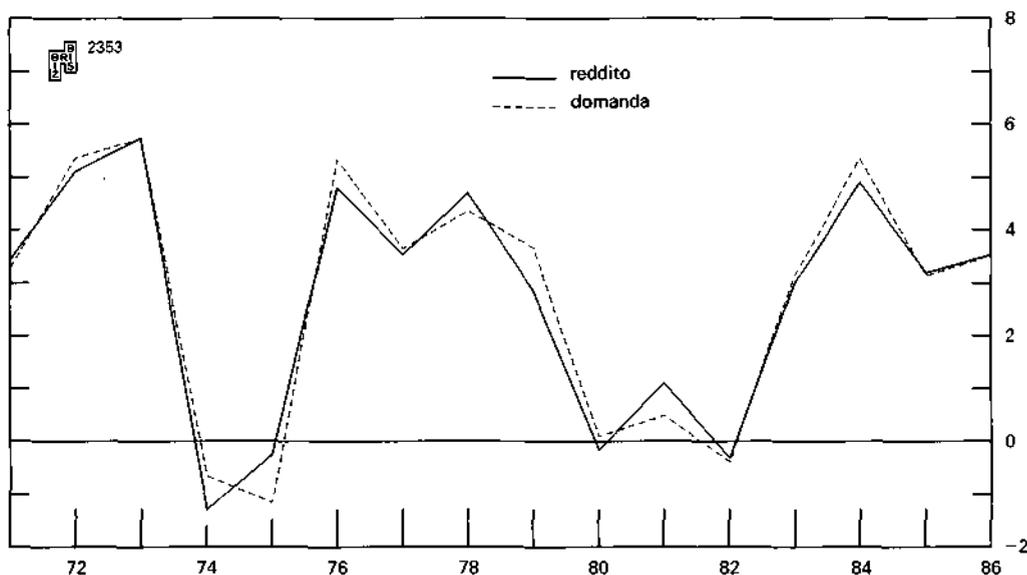
In termini di reddito nazionale reale disponibile (misurato dal PNL corretto per il deflatore della domanda totale interna, comprese le importazioni), la variazione dei prezzi esterni relativi ha comportato un guadagno medio dell'1,25%. Come per qualsiasi variazione del reddito reale, la misura in cui essa si traduce in un incremento effettivo della produzione dipende dalla quota destinata alla spesa anziché al risparmio. All'interno del Gruppo dei Dieci, una debole propensione alla spesa necessariamente retroagisce sul reddito stesso, in quanto le imprese riducono la produzione in funzione della debole domanda. La perdita - ossia la minore produzione indotta - resta prevalentemente all'interno del sistema, poiché la quota di un incremento di reddito spesa per prodotti provenienti dall'esterno dell'area è relativamente piccola. Di conseguenza, le statistiche disponibili sembrano indicare che i guadagni di reddito sono stati effettivamente destinati alla spesa, in quanto il reddito e la spesa sono aumentati in misura analoga (si veda il grafico alla pagina seguente). Tuttavia, come mette in evidenza la distinzione tra risparmio ex post ed ex ante, questo elemento non è conclusivo.

Su base media, il reddito nazionale disponibile nei paesi del Gruppo dei Dieci, a prezzi costanti, è aumentato solo del 3,5%, e il volume della domanda interna di una percentuale pressoché identica, con un'accelerazione in entrambi i casi di meno dello 0,5% rispetto al 1985. Alla luce del consistente aumento della ricchezza finanziaria del settore privato, nonché dell'incremento dell'1,25% del reddito reale derivante dalle ragioni di scambio, questo risultato è stato quindi relativamente modesto.

I movimenti nel volume dell'interscambio sono stati di segno chiaramente negativo per l'insieme dei paesi del Gruppo dei Dieci. La crescita delle esportazioni è scesa a livelli trascurabili in seguito ai tagli alle importazioni effettuati dai paesi

Paesi del Gruppo dei Dieci: variazioni del reddito reale disponibile e della spesa interna globale; 1971-1986\*

In percentuale



\* Pesi del PIL e tassi di cambio ai valori dell'anno precedente.

esportatori di petrolio e da altri PVS in situazione di grave difficoltà. Contemporaneamente, si è accelerata la crescita delle importazioni del Gruppo dei Dieci per effetto, tra l'altro, di un accumulo di scorte petrolifere indotto dai più bassi prezzi. Nel complesso ne è conseguito un deterioramento del saldo reale con l'estero del Gruppo pari all'1% circa del PNL.

*Distribuzione dei guadagni di reddito, propensione aggregata alla spesa e composizione della domanda interna.* La precedente analisi della domanda e della produzione a livello aggregato del Gruppo dei Dieci lascia irrisolto il seguente quesito. Dato l'effetto espansivo sul reddito disponibile prodotto dal miglioramento nelle ragioni di scambio e considerata la notevole crescita della ricchezza finanziaria, per quali motivi nei paesi del Gruppo dei Dieci la domanda interna non è aumentata in misura tale da sopravanzare l'impatto negativo del deterioramento della bilancia commerciale reale e da produrre un'accelerazione, anziché un rallentamento, della crescita economica?

Una delle ragioni potrebbe essere la disomogenea distribuzione degli incrementi di reddito reale tra i paesi del Gruppo dei Dieci. Come si è osservato in precedenza, i paesi non hanno beneficiato in uguale misura del miglioramento delle ragioni di scambio, e questa disparità si è rispecchiata nell'aumento di reddito a livello aggregato. In effetti, la modesta accelerazione nella crescita del reddito medio a prezzi costanti, dianzi menzionata, si è accompagnata ad un ampliamento, da 3 a 5,5 punti percentuali, del campo di variazione dei tassi di crescita nei singoli paesi, e lo scarto quadratico medio si è più che raddoppiato. Benché sia difficile quantificarne l'effetto sulla domanda interna, è ben noto che tali divergenze di andamento si associano ad effetti asimmetrici negativi. L'esperienza mostra infatti

che la domanda reagisce alle perdite di reddito molto piú prontamente che ai guadagni e lo stesso vale probabilmente per le variazioni positive e negative nei tassi di crescita.

In secondo luogo, l'incremento della domanda interna dipende dalla distribuzione dei guadagni di reddito tra i settori all'interno dei singoli paesi e dalla rapidità con cui i vari settori reagiscono. Di norma, allorché una larga parte dei guadagni di origine esterna va a beneficio delle famiglie, l'aumento di spesa è relativamente ampio. Per contro, se le imprese non trasferiscono sui prezzi i minori costi degli *inputs*, ed accrescono quindi la quota dei profitti, l'impulso espansivo immediato sulla domanda globale sarà minore, poiché lo sfasamento temporale tra le variazioni di reddito e di spesa tende ad essere maggiore per le imprese che per le famiglie. Infine, gli effetti in termini di domanda interna saranno particolarmente ridotti se, com'è accaduto in diversi paesi europei, il governo assorbe il minor costo delle importazioni petrolifere elevando le imposte sui prodotti energetici e impiegando le entrate addizionali per consolidare la finanza pubblica. Un effetto analogo è prevedibile quando, come nel caso del Canada, il ribasso del petrolio si accompagna ad una liberalizzazione dei prezzi dell'energia.

Per l'insieme dei paesi del Gruppo dei Dieci questi effetti di distribuzione interna sono difficilmente rilevabili. Per i singoli paesi è invece piú facile individuare le differenze nella propensione alla spesa; un tentativo in tal senso viene fatto nella tabella che segue con l'impiego di indicatori sia diretti che indiretti. La prima impressione che si ricava dalla tabella è che la propensione marginale alla spesa, misurata dal rapporto tra variazioni della domanda e del reddito in termini reali, è stata assai diversa da paese a paese. E' altresí evidente però che le differenze possono essere collegate in ampia misura all'entità degli incrementi di reddito di origine esterna e alla loro distribuzione tra famiglie, imprese e settore statale:

— in quattro dei paesi (*Germania, Italia, Belgio e Svezia*) che hanno ottenuto i piú ampi guadagni dai movimenti dei prezzi internazionali, solo il 60-70% dell'incremento di reddito reale aggregato si è tradotto in un'espansione della domanda. In Germania, Italia e Belgio il fattore principale della bassa propensione alla spesa pare essere stato uno spostamento nella distribuzione primaria del reddito a favore delle imprese, sebbene anche la domanda delle famiglie abbia reagito con un certo ritardo, con un conseguente aumento della quota di risparmio. Nel caso della Germania, l'aumento dell'eccedenza finanziaria del settore famiglie è stato ancor piú ampio a causa della perdurante debolezza degli investimenti in abitazioni. In Svezia la distribuzione primaria del reddito è rimasta sostanzialmente invariata, ed il maggiore beneficiario dei guadagni di reddito dovuti alla componente esterna — nonché il principale responsabile dell'espansione relativamente debole della domanda interna — è stato il settore statale che ha impiegato i proventi addizionali per ridurre il fabbisogno a meno dell'1% del PNL. Un miglioramento nella posizione finanziaria del settore pubblico è altresí osservabile in Italia — soprattutto per effetto del maggiore gettito delle tasse sui prodotti energetici — e, in minor misura, in Belgio;

— nei tre paesi che hanno avuto i minori benefici o hanno subito perdite per effetto dell'andamento dei prezzi esterni (*Stati Uniti, Regno Unito e Canada*), il risultato è stato quasi l'opposto di quello dianzi esaminato: la domanda interna è aumentata in misura maggiore del reddito reale dei fattori, la quota di risparmio

Dinamica del reddito dei fattori e della spesa

Paesi	Anni	Reddito nominale dei fattori	Propensione marginale alla spesa	Distribuzione del reddito		Saldi finanziari			Risparmio delle famiglie <sup>1</sup>
		variazione percentuale	indice <sup>2</sup>	lavoro dipendente	imprese	famiglie	imprese	settore pubblico	in percentuale del reddito disponibile
Germania . . . . .	1980-83	4,2	n. d.	63,2	36,8	3,7	- 2,3	- 3,1	13,8
	1984	5,1	0,76	60,6	39,4	3,3	- 1,6	- 1,9	12,9
	1985	5,1	0,56	59,8	40,2	4,1	- 1,9	- 1,1	12,7
	1986	6,0	0,69	59,3	40,7	5,0	- 0,8	- 1,2	13,2
Italia . . . . .	1980-83	16,0	1,73	50,7	49,3	12,5	- 5,3	-10,5	23,6
	1984	14,1	1,37	50,5	49,5	14,4	- 3,9	-12,7	24,2
	1985	11,8	1,17	50,7	49,3	14,5	- 4,9	-13,6	23,8
	1986	11,0	0,62	49,4	50,6	13,8	- 3,3	-12,5	24,7 <sup>3</sup>
Belgio . . . . .	1980-83	5,8	2,42	65,6	34,4	9,0	1,9	-14,3	18,1
	1984	8,0	0,86	63,1	36,9	8,7	2,7	-12,1	16,5
	1985	6,7	0,70	62,1	37,9	7,7	4,1	-11,6	15,5
	1986	7,2	0,64	59,7	40,3	7,9	5,4	-11,2	16,3
Svezia . . . . .	1980-83	9,3	1,29	70,6	29,4	- 0,9	- 0,7	- 5,1	2,6
	1984	10,9	0,90	67,6	32,4	- 1,3	0,2	- 2,6	0,5
	1985	8,5	2,65	67,2	32,8	- 1,7	0,6	- 3,9	- 0,1
	1986 <sup>3</sup>	8,6	0,63	67,2	32,8	- 1,4	- 0,7	- 0,7	- 0,8
Stati Uniti . . . . .	1980-83	7,6	1,58	65,2	34,8	4,3	- 0,8	- 3,5	6,7
	1984	10,5	1,35	64,3	35,7	3,8	- 1,2	- 4,2	6,3
	1985	6,0	1,35	64,8	35,2	2,9	- 0,0	- 5,0	5,1
	1986	5,2	1,27	65,0	35,0	2,0	0,1	- 4,8	3,9
Canada . . . . .	1980-83	8,7	1,37	63,7	36,3	8,2	- 2,5	- 6,6	14,8
	1984	9,4	1,02	61,7	38,3	9,0	- 0,8	- 8,2	14,7
	1985	7,1	1,50	61,6	38,4	7,6	- 0,8	- 8,1	13,6
	1986	4,8	4,45	62,2	37,8	5,3	- 1,8	- 6,4	11,3
Regno Unito . . . . .	1980-83	8,9	2,20	67,5	32,5	5,0	1,0	- 3,6	13,2
	1984	6,6	1,68	65,6	34,4	3,9	2,2	- 4,1	12,1
	1985	10,1	0,80	64,6	35,4	3,2	1,6	- 2,9	11,4
	1986	5,4	6,38	66,3	33,7	2,4	0,8	- 2,8	11,0
Francia . . . . .	1980-83	12,2	1,16	63,6	36,4	4,1	- 4,6	- 1,8	16,8
	1984	8,3	0,73	63,4	36,6	3,8	- 2,5	- 2,7	14,6
	1985	7,0	1,58	62,5	37,5	2,9	- 2,1	- 2,9	13,8
	1986	6,9	1,04	61,4	38,6	3,5	- 1,5	- 2,9	14,0
Svizzera . . . . .	1980-83	6,5	0,05	61,4	38,6	- 2,9		- 0,3	5,0
	1984	5,7	0,73	60,9	39,1	5,1		- 0,3	5,8
	1985	6,8	0,72	60,5	39,5	5,3		0,0	6,1
	1986	6,1	0,89	60,4	39,6	4,7		0,7	6,8
Paesi Bassi . . . . .	1980-83	4,5	n. d.	61,9	38,1	- 1,7		- 5,5	15,8
	1984	4,6	0,60	57,1	42,9	- 0,1		- 5,7	18,6
	1985	4,7	0,95	56,1	43,9	1,7		- 5,1	19,7
	1986	1,5	2,00	57,4	42,6	- 1,4		- 6,7	19,2 <sup>3</sup>
Giappone . . . . .	1980-83	5,3	0,70	58,7	41,3	10,0	- 3,4	- 6,9	15,9
	1984	5,9	0,88	59,1	40,9	9,2	- 2,0	- 5,8	14,7
	1985	6,3	0,84	58,3	41,7	9,4	- 2,4	- 4,1	14,7
	1986 <sup>3</sup>	4,3	0,89	58,4	41,6	10,3	- 1,3	- 4,2	15,8

<sup>1</sup> Definizioni nazionali. <sup>2</sup> Rapporto tra le variazioni in termini reali della domanda interna e del reddito dei fattori; "n.d." indica una variazione di segno opposto della domanda e del reddito. <sup>3</sup> Stime.

delle famiglie è diminuita e il saldo con l'estero si è deteriorato. Negli Stati Uniti e in Canada il peggioramento dei saldi finanziari si è limitato al settore privato; nel caso del Canada l'esuberanza della domanda globale va vista nel contesto della marcata riduzione del disavanzo pubblico. Nel Regno Unito la posizione finanziaria è peggiorata per tutti e tre i settori, poiché il governo non ha tentato di compensare

il calo dei proventi collegati alla produzione petrolifera e i settori delle famiglie e delle imprese hanno entrambi accresciuto la loro spesa in rapporto al reddito. In questo caso gli andamenti possono essere stati anche influenzati da variazioni nella distribuzione primaria del reddito, sebbene la maggior parte – se non addirittura la totalità – dell'aumento nella quota di reddito del fattore lavoro vada attribuita ai minori profitti delle società operanti nel settore petrolifero;

– nei restanti quattro paesi del Gruppo dei Dieci il reddito dei fattori e la domanda interna in termini reali sono aumentati ad un tasso approssimativamente uguale, benché le cause sottostanti siano state alquanto diverse. In *Francia* si è avuta una vigorosa espansione della domanda interna, anche se il beneficiario dei guadagni di reddito dovuti alla componente estera è stato il settore delle imprese, che ha impiegato parte dei maggiori proventi per migliorare la propria posizione finanziaria. Le famiglie, per contro, hanno tradotto quasi interamente in un aumento dei consumi gli incrementi di reddito, mentre l'impulso di politica fiscale è stato sostanzialmente neutro. La *Svizzera* ha beneficiato di un miglioramento delle ragioni di scambio pressoché uguale a quello di Germania, Belgio, Italia e Svezia, ma la propensione alla spesa a livello aggregato è stata molto maggiore. Le imprese e le famiglie hanno partecipato ai guadagni in parti quasi uguali; le seconde hanno consolidato la propria posizione finanziaria, mentre per quanto riguarda le imprese, la Svizzera, insieme ai Paesi Bassi e al Belgio, è stato uno dei pochi paesi del Gruppo dei Dieci in cui lo scorso anno si è registrata una sensibile accelerazione nella crescita degli investimenti fissi. Ciò probabilmente spiega gran parte del calo nel risparmio finanziario netto del settore privato. I *Paesi Bassi* hanno conseguito un miglioramento solo modesto delle ragioni di scambio, e la domanda è stata meno sostenuta che negli altri tre paesi con moderati guadagni di reddito dal settore estero. Questo andamento pare essere il risultato netto di due influssi contrapposti. Da un lato, il settore statale ha assorbito solo in parte la riduzione degli introiti derivante dai più bassi prezzi del gas naturale, cosicché l'aumento del disavanzo dell'amministrazione pubblica cela un influsso deflazionistico. Dall'altro lato, il deterioramento del saldo finanziario del settore privato è indicativo di una dinamica sostenuta della domanda, con un'espansione particolarmente vigorosa e propizia degli investimenti fissi aziendali, aumentati di oltre il 12%.

Infine in *Giappone*, stante la quota superiore alla media del petrolio e delle altre materie prime sul totale delle importazioni, nonché l'apprezzamento del tasso di cambio, i prezzi all'importazione sono calati di circa il 30%. Tuttavia, pur con questo favorevole influsso esterno, la crescita dei redditi dei fattori si è rallentata in termini sia nominali che reali, indicando un certo indebolimento degli impulsi espansivi interni. Sebbene i vari indicatori per il Giappone siano ancora provvisori, l'aumento dei prezzi al consumo in presenza di una riduzione del deflatore della domanda aggregata mostra che la traslazione del ribasso del petrolio sui prezzi a livello degli utilizzatori finali è stata più lenta che nella maggior parte degli altri paesi. Secondo un recente studio della Banca del Giappone, ciò può essere in gran parte spiegato dal calo dei prezzi all'esportazione, in quanto le imprese giapponesi hanno cercato di preservare i margini di profitto aumentando i prezzi sul mercato interno. Inoltre, si può osservare un aggiustamento particolarmente lento per i prezzi di taluni prodotti alimentari soggetti a controllo pubblico. Al tempo stesso, gli andamenti nei saldi finanziari dei settori, unitamente all'incremento relativamente moderato della quota di risparmio delle famiglie, fanno ritenere che la principale

causa della debole dinamica della domanda interna sia stata la lenta crescita degli investimenti fissi delle imprese. Vi sono anche indicazioni che i guadagni in termini di prezzi dell'interscambio sono andati prevalentemente a beneficio dei settori non esposti alla concorrenza internazionale (tra cui le imprese produttrici di pubblici servizi), mentre il calo della spesa per investimenti ha riguardato il settore delle esportazioni.

Una terza causa della decelerazione nella crescita del prodotto reale nel 1986 rispetto al 1985 può risiedere nella composizione della domanda interna, dato che per alcune componenti gli effetti moltiplicativi sono più forti che per altre. In effetti, un fattore-chiave degli sviluppi del 1986 è stato il notevolissimo incremento dei consumi privati. Per i paesi del Gruppo dei Dieci l'aumento della spesa delle famiglie in termini reali è stato di oltre il 3,5% ed ha concorso per oltre il 90% alla crescita complessiva del PNL, rispetto a meno del 65% nel 1985. Particolarmente forti sono stati gli aumenti osservati in Germania, nel Regno Unito e, tra i paesi non compresi nel Gruppo dei Dieci, in Danimarca, Norvegia e Portogallo. Negli Stati Uniti e in Canada i consumi privati hanno ulteriormente rappresentato il principale fattore di crescita della domanda aggregata. In entrambi i paesi, così come nel Regno Unito, si è avuto un deciso calo della propensione al risparmio, probabilmente di riflesso ai forti effetti di ricchezza derivanti soprattutto dal *boom* dei mercati azionari, ma anche da un sensibile aumento dell'indebitamento lordo delle famiglie. La sostenutezza della domanda del settore famiglie è anche rispecchiata dagli investimenti per abitazioni, anche se in diversi paesi europei il livello attuale resta ancora molto inferiore alle punte toccate in passato.

Per contro, nella maggior parte delle economie la crescita degli investimenti fissi delle imprese si è rallentata, e negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Canada essa è stata addirittura negativa. Questa decelerazione può essere attribuita in parte ad un calo degli investimenti connessi all'energia, peraltro parzialmente controbilanciato da un'evoluzione meno sfavorevole delle scorte. Ciononostante, la deludente dinamica della domanda delle imprese nel 1986 desta una certa sorpresa specie se si considera che la quota di reddito da lavoro dipendente è rimasta per lo più costante o è ulteriormente calata. Per giunta, le condizioni del ricorso al credito sono state generalmente favorevoli e nella maggior parte dei paesi i tassi di interesse nominali sono diminuiti rispetto al 1985. Una possibile causa della debole dinamica degli investimenti risiede nell'effetto netto dei movimenti dei tassi di cambio e della caduta dei prezzi dell'energia. Infatti, nei paesi con monete in deprezzamento (Stati Uniti, Regno Unito e Canada) la maggiore domanda di investimenti che ci si può normalmente attendere da una migliorata posizione concorrenziale non si è verificata a causa di un calo degli investimenti nei settori connessi all'energia e dell'abolizione di precedenti agevolazioni fiscali. Al tempo stesso, in paesi come il Giappone e la Germania, l'impulso alla spesa per investimenti potenzialmente derivante dai guadagni nelle ragioni di scambio e dai più elevati profitti, pare essere stato neutralizzato dalla perdita di competitività.

*Sintesi.* La precedente analisi degli andamenti della produzione e della domanda nei paesi del Gruppo dei Dieci ha individuato diverse cause del deludente risultato dello scorso anno. Anzitutto, il deterioramento del saldo reale con l'estero per l'insieme dei paesi del Gruppo dei Dieci ha esercitato un impatto negativo, dovuto soprattutto alla contrazione più rapida del previsto della spesa per

importazioni dei PVS in reazione ai minori proventi delle esportazioni. In secondo luogo, l'espansione degli investimenti fissi delle imprese è stata nettamente inferiore non solo al tasso atteso, ma anche a quello raggiunto nel 1985. Sebbene la vigorosa spesa per consumi abbia agito da fattore compensativo, l'impatto netto in termini di prodotto dello spostamento nella composizione della domanda globale può essere stato negativo a causa dei diversi effetti moltiplicativi. In terzo luogo, la distribuzione degli incrementi di reddito reale disponibile tra i paesi e tra i singoli settori ha probabilmente comportato effetti netti di domanda inferiori ai valori attesi. Data la diversa incidenza delle importazioni di energia, i miglioramenti nelle ragioni di scambio derivanti dalla caduta dei prezzi del petrolio sono stati assai disomogenei, e questa difformità è stata accentuata dalle variazioni dei tassi di cambio. Inoltre, nei paesi in cui il guadagno nelle ragioni di scambio è stato trasferito solo in piccola parte ai consumatori – sia perché le imprese hanno accresciuto i margini di profitto, sia perché i governi hanno elevato le imposte sull'energia e altri tributi – la propensione alla spesa a livello aggregato è stata minore che nei paesi con una più equa distribuzione dei guadagni di reddito dovuti alla componente esterna.

#### Analisi degli andamenti: inflazione interna, capacità produttiva e mercato del lavoro

Almeno a prima vista, e dati i favorevoli sviluppi sul fronte dei prezzi esterni, il 1986 è stato in certa misura deludente per quanto riguarda gli ulteriori progressi nel ridurre l'inflazione. La variazione del deflatore del PNL è spesso considerata la misura più completa dell'inflazione interna, dato che il PNL si compone sostanzialmente di due redditi interni dei fattori, i salari e i profitti. Ma, come mostra la tabella, l'inflazione interna è scesa in media solo di 0,5 punti percentuali, essendo passata dal 3,5 a circa il 3%. In Germania, Giappone e Svizzera il tasso interno di inflazione si è addirittura accelerato, anche se nei due ultimi paesi l'aumento è stato solo marginale.

Variazioni del deflatore del PNL/PIL

Paesi	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
	in percentuale						
Stati Uniti . . . . .	9,1	9,6	6,4	3,9	3,9	3,4	2,6
Giappone . . . . .	3,8	3,2	1,9	0,8	1,2	1,5	1,8
Germania . . . . .	4,8	4,0	4,4	3,3	1,9	2,2	3,1
Francia . . . . .	12,2	11,8	12,6	9,7	7,5	5,8	4,6
Regno Unito . . . . .	18,9	10,3	7,0	5,7	4,7	6,2	3,0
Italia . . . . .	20,7	18,6	16,2	15,3	10,2	8,8	8,1
Canada . . . . .	10,6	10,8	8,9	4,9	3,6	3,4	2,8
Belgio . . . . .	3,7	5,1	7,0	6,3	5,5	5,1	4,6
Paesi Bassi . . . . .	5,5	5,5	6,3	1,8	2,2	2,5	0,3
Svezia . . . . .	11,7	9,5	8,6	9,8	7,9	6,8	6,8
Svizzera . . . . .	2,7	6,9	7,3	3,3	2,8	2,7	3,0
Paesi del Gruppo dei Dieci*	9,1	8,7	6,8	4,6	3,9	3,5	3,1

\* Paesi del PIL e tassi di cambio ai valori dell'anno precedente.

Nella misura in cui parte di questo andamento riflette un incremento della quota dei profitti sul reddito nazionale, è possibile che il deflatore del PNL dia temporaneamente un'immagine eccessivamente pessimistica del livello dell'inflazione. I prezzi finali tendono ad essere fissati sulla base di un margine lordo sui costi degli *input*, ivi comprese le importazioni. Se, come è probabile, questo processo è soggetto a sfasamenti temporali, un repentino calo dei prezzi all'importazione non sarà trasferito subito e per intero sui prezzi finali. Ne deriverà un temporaneo aumento dei profitti che agirà nel senso di accrescere il PNL in termini nominali, ma non reali. Di conseguenza, il deflatore del PNL tenderà ad aumentare, nonostante l'apparente paradosso che le importazioni, in termini contabili, non figurano affatto nel valore aggiunto interno. Quando e nella misura in cui si avrà un riaggiustamento dei margini di profitto, questo effetto tenderà ad esaurirsi. Un processo inverso si è probabilmente verificato durante i precedenti *shocks* petroliferi.

Ciò implica che una parte degli effetti disinflazionistici del ribasso del petrolio potrebbe non essersi ancora manifestata. Per il momento, quindi, un giudizio conclusivo appare prematuro. Nondimeno è opportuno notare che, sebbene gli incrementi salariali nominali abbiano avuto la tendenza a decrescere ulteriormente lo scorso anno (si veda la pagina 30), ciò non è avvenuto in Germania, anche se l'entità dell'accelerazione è stata relativamente modesta.

Nel frattempo, la temporanea crescita dei profitti è stata insufficiente - e probabilmente troppo di breve periodo - per poter esercitare un influsso apprezzabile sulla spesa per investimenti fissi.

*Investimenti e stock di capitale.* La decelerazione nella crescita degli investimenti fissi aziendali ha ulteriormente accresciuto il timore, già espresso nella Relazione dello scorso anno, che gli esistenti livelli di capacità produttiva non siano compatibili con il pieno impiego delle forze di lavoro. Se si considera inoltre che in quasi tutti i paesi le precedenti quote di reddito dei fattori sono state pressoché ripristinate, e che i tassi di interesse sono calati in termini sia nominali che reali, la debolezza della domanda di investimenti risulta particolarmente deludente.

Vi sono tuttavia dei motivi che inducono ad attenuare tale giudizio, sebbene questi riguardino più l'America del Nord e il Giappone che non l'Europa. Anzitutto, l'espansione della quota dei profitti lordi tende a sopravvalutare il miglioramento della redditività, poiché al netto degli ammortamenti e degli oneri finanziari la crescita risulta più lenta. In considerazione del costante aumento del rapporto capitale/prodotto, anche i saggi di redditività del capitale investito, nonostante il recente miglioramento, permangono bassi rispetto ai parametri del passato. In secondo luogo, se collocata in una prospettiva storica (si veda la tabella seguente) la crescita degli investimenti fissi aziendali è stata relativamente elevata in rapporto al grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera. Questo andamento è particolarmente evidente per gli Stati Uniti nel periodo 1984-85, ma è altresì osservabile negli anni 1978-80 in Giappone e in Canada. Per contro, in Germania la relazione di lungo periodo tra la crescita degli investimenti e l'utilizzo della capacità produttiva appare molto più debole, e negli altri due paesi europei riportati nella tabella il recente aumento degli investimenti delle imprese si è avuto solo in seguito ad un incremento del grado di utilizzo della capacità. In terzo luogo, mentre gli investimenti fissi *totali* in rapporto al PNL

Utilizzo della capacità produttiva e investimenti fissi delle imprese

Paesi e voci	1964-66	1968-70	1972-73	1978-80	1984-85	1986
<b>Stati Uniti</b>						
Utilizzo della capacità (in percentuale) . . . . .	88,8	84,3	84,9	82,7	80,3	79,8
Variazione degli investimenti fissi (tasso annuo in percentuale) . . . . .	12,4	2,6	10,9	5,4	13,1	- 1,0
Quota percentuale degli investimenti fissi sul PNL . . . . .	10,8	11,0	11,2	12,1	12,6	12,5
<b>Giappone</b>						
Utilizzo della capacità (indice: 1980 = 100) . . . . .	.	111,7	106,4	98,1	101,6	97,3
Variazione degli investimenti fissi (tasso annuo in percentuale) . . . . .	15,4 <sup>1</sup>	22,4	8,5	8,3	11,9	6,5
Quota percentuale degli investimenti fissi sul PNL . . . . .	11,9 <sup>1</sup>	17,1	17,1	15,1	17,3	18,6
<b>Germania</b>						
Utilizzo della capacità (in percentuale) . . . . .	.	90,5 <sup>2</sup>	86,1	82,8	82,1	84,8
Variazione degli investimenti fissi (tasso annuo in percentuale) . . . . .	4,7	13,2	- 1,2	6,1	3,1	4,6
Quota percentuale degli investimenti fissi sul PNL . . . . .	12,7	12,3	12,8	12,0	11,7	12,1
<b>Italia</b>						
Utilizzo della capacità (in percentuale) . . . . .	.	80,9	76,9	74,9	73,1	75,3
Variazione degli investimenti fissi (tasso annuo in percentuale) <sup>3</sup> . . . . .	.	7,2	5,1	5,6	5,8	2,4
Quota percentuale degli investimenti fissi sul PNL <sup>3</sup> . . . . .	.	15,0	14,6	12,8	15,7	15,8
<b>Canada</b>						
Utilizzo della capacità (in percentuale) . . . . .	94,7	90,2	93,0	89,0	84,4	85,4
Variazione degli investimenti fissi (tasso annuo in percentuale) . . . . .	15,3	1,7	7,5	11,6	2,4	- 0,8
Quota percentuale degli investimenti fissi sul PNL . . . . .	11,7	10,9	10,6	12,8	12,4	12,0
<b>Paesi Bassi</b>						
Utilizzo della capacità (in percentuale) . . . . .	.	.	84,8	80,5	83,7	84,2
Variazione degli investimenti fissi (tasso annuo in percentuale) . . . . .	10,3	7,9	1,8	- 1,1	7,3	11,9
Quota percentuale degli investimenti fissi sul PNL . . . . .	13,3	13,9	12,2	11,6	10,7	12,3

<sup>1</sup> 1965-66. <sup>2</sup> 1970. <sup>3</sup> Compresi gli investimenti pubblici; discontinuità nelle serie dal 1980.

hanno subito un netto calo in tutti i paesi, la quota degli investimenti delle imprese è diminuita molto meno, o è addirittura aumentata nell'America del Nord e in Giappone. Quindi, la debolezza della formazione di capitale a livello globale è dovuta in buona parte agli investimenti in abitazioni ed a quelli del settore pubblico, laddove i primi rivestono un'importanza minore ai fini di un accrescimento del potenziale produttivo. Inoltre, la caduta dei prezzi dell'energia e di altre materie prime, riducendo i costi, ha ricostituito capacità produttive economiche in imprese e settori precedentemente compressi da bassi livelli di redditività. E' difficile quantificare questo effetto; le stime attuali indicano incrementi che vanno dall'1 al 5% della capacità complessiva, a seconda delle ipotesi assunte per la funzione di produzione. Infine, la riduzione dei costi reali del lavoro in rapporto alla produttività e al costo reale dell'investimento dovrebbe incoraggiare la sostituzione di capitale con lavoro e quindi un aumento dei posti di lavoro che un dato stock di capitale può assorbire. Questo processo può aver luogo sia all'interno di un singolo settore sia a livello intersettoriale, con uno spostamento in particolare dalle industrie di trasformazione ad alta intensità di capitale verso il settore terziario

caratterizzato da un maggiore contenuto di lavoro. Come si dirà in seguito, le recenti tendenze dell'occupazione e della produttività indicherebbero che questo processo potrebbe già essersi avviato.

Poiché i fattori favorevoli sono più pronunciati nell'America del Nord e in Giappone, il rischio di deficienze di capacità produttiva e/o di elevata disoccupazione a medio termine pare essere massimo nei paesi europei. Ciò emerge anche dalla tabella che segue. Poiché la recessione agli inizi degli anni ottanta aveva rallentato la formazione di capitale mentre le forze di lavoro avevano continuato ad espandersi, in tutti i paesi, eccetto che negli Stati Uniti, il calo del rapporto incrementale fra capitale e forze di lavoro complessive è stato ancora più pronunciato. Questo calo è destinato a ridurre i livelli di produzione e di occupazione compatibili con un tasso stabile di inflazione, a meno che il corrispondente rallentamento nella crescita della produttività del lavoro non sia "compensato" da una moderazione delle retribuzioni reali.

Formazione di capitale e rapporti capitale/prodotto e capitale/lavoro

Paesi	1965-80			1980-85		
	K	K/Y	K/L	K	K/Y	K/L
variazioni percentuali, medie annue						
Stati Uniti . . . . .	3,9	1,1	1,5	3,1	0,7	1,6
Giappone . . . . .	9,7	2,8	8,6	6,5	2,5	5,4
Germania . . . . .	4,5	1,3	4,5	2,9	1,6	2,4
Francia . . . . .	5,2	1,0	4,4	3,5	2,4	3,1
Regno Unito . . . . .	3,4	1,3	3,1	1,9	0,0	1,3
Canada . . . . .	5,2	0,6	2,1	3,2	0,7	1,4
Svezia . . . . .	3,9	1,2	2,9	2,9	1,1	2,4

Legenda: K=stock di capitale lordo nell'industria e nei servizi.  
 K/Y=rapporto tra stock di capitale lordo e PIL.  
 K/L=rapporto tra stock di capitale lordo e totale delle forze di lavoro.  
 Fonti: OCSE 1983, "Flows and Stocks of Fixed Capital"; statistiche nazionali.

*Gli andamenti sul mercato del lavoro: occupazione e disoccupazione.* La lenta crescita del prodotto interno ha altresì comportato che ben pochi progressi siano stati compiuti lo scorso anno nel ridurre la disoccupazione. L'aumento dell'1,5% dell'occupazione nell'area OCSE è stato solo di poco superiore a quello del 1985, e ancora una volta esso è dovuto prevalentemente agli Stati Uniti e al Canada. Tra i paesi europei, la Danimarca ha conseguito una crescita dell'occupazione del 2%, e tassi di aumento dell'1% ed oltre sono stati registrati in Germania, nei Paesi Bassi e in Svizzera; anche la Spagna ha registrato, per la prima volta dal 1974, un incremento dell'occupazione.

Tuttavia, un aspetto sfavorevole degli andamenti nei paesi con una dinamica più sostenuta dell'occupazione è stato il contestuale ed apparentemente connesso rallentamento nella crescita della produttività. Vari fattori possono essere alla base di questo fenomeno. Il principale impulso all'aumento complessivo dell'occupazione è ulteriormente provenuto dalla domanda di lavoro nel settore dei servizi privati.

Data la minore intensità di capitale ed il più diffuso utilizzo di lavoro ad orario parziale nel terziario, questo spostamento settoriale è una delle cause del più lento incremento della produttività a livello aggregato. Inoltre, in una fase avanzata del ciclo economico, allorché si sono esaurite le "scorte" di manodopera eccedente, i guadagni di produttività tipicamente decrescono. Infine, come già accennato, le imprese potrebbero aver proceduto ad una sostituzione di capitale con lavoro, il che ha probabilmente contribuito a frenare la crescita della produttività del lavoro.

A livello aggregato, lo scorso anno la disoccupazione (si veda la tabella seguente) è rimasta pressoché invariata all'elevato livello registrato nel 1985, mentre è scesa leggermente nel primo trimestre di quest'anno. Tra i paesi maggiori, Stati Uniti, Germania, Regno Unito e Canada sono riusciti a ridurre il numero degli inoccupati. Nello stesso tempo, il tasso di disoccupazione in Giappone, sebbene sempre basso secondo i parametri internazionali, ha raggiunto la punta massima del dopoguerra e le previsioni sono nel senso di un suo ulteriore aumento. Progressi nell'assorbimento della disoccupazione sono stati compiuti in Belgio, Danimarca e Paesi Bassi, mentre la Francia e soprattutto l'Italia hanno accusato ulteriori aumenti nel numero delle persone senza lavoro.

In un contesto di più lungo periodo si palesa un netto contrasto tra gli sviluppi sul mercato del lavoro in Europa, da un lato, e negli Stati Uniti e in Giappone, dall'altro. Dopo il minimo del 1982, l'occupazione negli Stati Uniti è salita di oltre il 10%, a fronte del 3,8% in Giappone e dell'1% soltanto in Europa. Nello stesso periodo, il tasso di disoccupazione si è ridotto di 3 punti percentuali negli Stati Uniti, mentre è aumentato di 2 punti nei paesi CEE. Questo contrasto ha alimentato un vivace dibattito sulle caratteristiche comportamentali dei mercati del lavoro

#### Disoccupazione\*

Paesi	Precedenti massimi ciclici			1982	1985	1986	1987 primo trim.
	1968-69	1972-73	1978-79				
Stati Uniti . . . . .	3,5	5,2	5,9	9,5	7,1	6,9	6,6
Giappone . . . . .	1,2	1,3	2,1	2,4	2,6	2,8	2,9
Germania . . . . .	1,0	1,0	3,5	6,7	8,3	7,9	7,9
Francia . . . . .	2,5	2,6	5,6	8,1	10,2	10,5	11,0
Regno Unito . . . . .	2,0	2,6	4,9	10,4	11,5	11,6	11,0
Italia . . . . .	5,6	6,4	7,0	8,6	10,3	11,1	11,6
Canada . . . . .	4,4	5,9	7,9	10,9	10,5	9,6	9,6
Belgio . . . . .	2,6	2,3	7,2	11,7	12,0	11,4	11,3
Danimarca . . . . .	1,2	0,9	7,2	9,8	9,0	7,8	7,8
Paesi Bassi . . . . .	1,2	2,2	5,3	11,4	14,3	13,3	12,8
Svezia . . . . .	2,1	2,6	2,1	3,1	2,8	2,7	2,2
Svizzera . . . . .	0,0	0,0	0,3	0,4	1,0	0,8	0,8
Spagna . . . . .	1,0	2,1	8,4	16,2	21,9	21,5	22,3
CEE . . . . .	2,7	2,8	5,7	9,5	11,4	11,4	11,5
Paesi europei dell'OCSE . . . . .	3,3	3,6	6,1	9,5	11,1	11,1	11,0
OCSE . . . . .	3,0	3,7	5,4	8,3	8,4	8,3	8,2

\* Per tutti i paesi, quota sul totale delle forze di lavoro. Le cifre relative al primo trimestre 1987, benché destagionalizzate, sono provvisorie.

Fonti: OCSE, "Labour Force Statistics"; statistiche nazionali.

europei rispetto a quelli statunitense e giapponese. A questo riguardo sono stati posti in rilievo due aspetti del processo di aggiustamento:

- 1) il rapporto tra disoccupazione (o occupazione), produzione e costi reali del lavoro, e
- 2) l'elasticità dei salari nominali e reali in relazione al tasso di disoccupazione.

Considerando anzitutto le relazioni di lungo periodo tra gli andamenti della disoccupazione e della produzione, emerge un'antinomia tra gli Stati Uniti e il Giappone, mentre i paesi CEE si collocano in una posizione intermedia. Di riflesso all'alto grado di mobilità del lavoro, ma anche alla relativa assenza di meccanismi di protezione del posto di lavoro, negli Stati Uniti la reattività della disoccupazione alle variazioni nella produzione è relativamente alta (con un'elasticità di quasi -0,5) e presenta sfasamenti temporali minimi. Per contro, a causa del sistema che tende ad assicurare la conservazione permanente del posto di lavoro (sebbene esso riguardi soltanto il 20% delle forze di lavoro occupate) e del fatto che i cambiamenti di posto di lavoro avvengono prevalentemente a livello intraziendale, la disoccupazione in Giappone reagisce alle variazioni della produzione solo in misura modesta e con un ritardo maggiore che negli Stati Uniti. Un'altra caratteristica delle tendenze di lungo periodo è che il tasso annuo di sviluppo necessario ad impedire un aumento della disoccupazione è solo del 2,5-3% negli Stati Uniti, mentre è di oltre il 3,5% nell'area CEE e addirittura del 6% in Giappone.

Benché utili per spiegare in prima approssimazione le recenti tendenze della disoccupazione, queste relazioni rischiano di fornirne un'immagine eccessivamente semplificata e fors'anche distorta. L'andamento della disoccupazione dipende dall'offerta, oltre che dalla domanda di lavoro. Come si può rilevare dalla tabella seguente, negli Stati Uniti il regresso della disoccupazione dopo il 1982 è stato favorito da fattori demografici, anche se questi sono stati in parte controbilanciati da un tasso di attività crescente, specie per la componente femminile. Va poi osservato che, pur con la rapida crescita dell'occupazione ed i favorevoli fattori demografici, l'attuale livello della disoccupazione negli Stati Uniti resta al di sopra delle precedenti punte cicliche, facendo ritenere che non siano del tutto assenti problemi strutturali. In questo contesto è altresì rilevante il fatto che occorre una crescita del prodotto relativamente modesta per impedire un aumento della disoccupazione, in quanto ciò implica che il tasso di incremento della produttività è stato molto basso. Pur essendo stato indubbiamente vantaggioso ai fini della creazione di nuovi posti di lavoro, questo elemento ha tuttavia rallentato la crescita del reddito reale e la competitività internazionale.

Dinamica dell'offerta di lavoro

Paesi	Popolazione in età lavorativa			Tasso di partecipazione			Forze di lavoro		
	1960-82	1982-85	1986*	1960	1975	1986*	1960-82	1982-85	1986*
	variazioni percentuali annue			in percentuale			variazioni percentuali annue		
Stati Uniti . . . . .	1,6	0,9	1,4	66,2	69,1	74,8	2,1	1,6	2,0
Giappone . . . . .	1,3	1,1	1,3	75,8	70,4	72,0	1,1	1,1	1,0
Europa . . . . .	0,8	1,1	0,7	69,7	67,2	65,4	0,6	0,7	0,9

\* Dati provvisori o stime.

Fonti: OCSE, "Labour Force Statistics"; statistiche nazionali.

In Europa gli andamenti demografici sono stati sfavorevoli ai fini della riduzione della disoccupazione. Sebbene i tassi di attività decrescenti abbiano evitato un'accelerazione maggiore nell'aumento delle forze di lavoro, è probabile che si tratti di un fenomeno solo temporaneo dovuto al cosiddetto effetto del "lavoratore scoraggiato". Infatti, diversi paesi (Germania, Regno Unito, Italia, Paesi Bassi e Danimarca) che nel 1986 hanno registrato incrementi relativamente forti dell'occupazione, hanno conseguito un calo solo modesto (o addirittura un aumento) della disoccupazione, nella misura in cui lavoratori precedentemente scoraggiati dalle sfavorevoli opportunità di impiego sono rientrati nel mercato del lavoro.

Al fine della comprensione del rapporto disoccupazione/produzione è altresì necessario tener conto dei costi reali del lavoro. Considerando la sola produzione, si è indotti a ritenere che in Europa l'aumento della disoccupazione avrebbe potuto essere evitato mediante una più rapida crescita del prodotto. Tuttavia, come rilevato nelle Relazioni degli anni precedenti, in Europa agli inizi degli anni settanta le retribuzioni nominali e reali avevano registrato una forte accelerazione, creando un ampio "divario" tra costi salariali reali e produttività del lavoro e limitando l'efficacia degli impulsi di domanda come mezzo per ridurre la disoccupazione. Sotto l'influsso di politiche più restrittive e di un peggioramento della disoccupazione, questo divario è stato successivamente ridotto o eliminato, cosicché in diversi paesi i margini di profitto lordi sono ritornati sui livelli anteriori al 1970. E' a questo punto che l'elasticità dei salari entra in gioco nel processo di aggiustamento, poiché la misura in cui si sono dovute perseguire politiche restrittive per realizzare il necessario aggiustamento dei prezzi relativi dei fattori è dipesa dal grado di flessibilità dei salari.

*Flessibilità delle retribuzioni nominali e reali.* La tabella seguente pone a confronto i tassi di disoccupazione con le variazioni delle retribuzioni nominali e reali in determinati periodi. Tra il primo e il secondo periodo si osserva un contestuale aumento della disoccupazione e del tasso di crescita delle retribuzioni nominali che pare invalidare la relazione espressa dalla curva di Phillips, mettendo in dubbio la validità del concetto di *trade-off* come strumento di analisi per le politiche. Tuttavia, il rallentamento nella crescita delle retribuzioni reali implica che le politiche restrittive hanno avuto un certo impatto e che l'accelerazione dell'inflazione non ha consentito guadagni in termini reali. Tra il secondo e il terzo periodo la disoccupazione media è salita ad oltre il 10%, e questa volta l'aumento si è accompagnato ad una netta decelerazione dei salari in termini sia nominali che reali; ciò indicherebbe che la correlazione inversa era stata ristabilita e che le precedenti distorsioni erano principalmente dovute a *shocks* esterni da prezzi.

Il raffronto tra il primo e il terzo periodo consente una valutazione di prima approssimazione del *trade-off* di lungo periodo e della flessibilità o rigidità dei salari. La tabella fornisce due misurazioni la cui pertinenza dipende dalle finalità di politica economica. Per le politiche tese a ridurre il tasso di inflazione, il concetto rilevante è la correlazione "nominale", in quanto indica in che misura si riduce l'inflazione per un aumento di un punto percentuale del tasso di disoccupazione. Se le politiche sono tese a rallentare l'incremento delle retribuzioni reali in rapporto alla produttività, la correlazione "reale" è l'indicatore più appropriato.

Dinamica della disoccupazione e delle retribuzioni<sup>1</sup>

Paesi	1965-73			1973-82			1982-85			1986 <sup>2</sup>			Correlazione <sup>3</sup>	
	D	dS	dSR	D	dS	dSR	D	dS	dSR	D	dS	dSR	nomi- nale	reale
Stati Uniti . . . . .	4,4	6,3	2,1	7,2	8,1	0,2	8,1	4,4	0,6	6,9	2,8	0,7	-0,54	-0,42
Giappone . . . . .	1,2	14,7	7,9	2,0	10,1	2,1	2,7	3,4	1,3	2,8	3,5	2,9	-8,10	-4,70
Germania . . . . .	0,9	9,6	5,6	4,0	6,8	1,7	8,2	3,4	0,7	7,9	3,9	4,3	-0,85	-0,67
Francia . . . . .	2,1	9,8	4,4	6,1	14,5	3,1	9,4	8,2	0,6	10,5	4,4	1,8	-0,22	-0,51
Regno Unito . . . . .	2,1	9,7	3,8	5,3	16,1	1,5	11,3	7,0	1,9	11,6	7,5	3,6	-0,28	-0,19
Italia . . . . .	5,8	11,4	6,0	6,9	19,8	1,8	9,9	12,6	0,7	11,1	7,8	1,6	0,33	-1,33
Canada . . . . .	4,8	7,4	3,1	7,7	10,7	1,4	11,2	4,5	-0,3	9,6	2,2	-1,8	-0,45	-0,53
Belgio . . . . .	2,1	9,9	5,7	7,0	10,7	2,7	12,6	5,6	-0,5	11,4	2,3	1,0	-0,41	-0,60
Danimarca . . . . .	1,0	10,4	2,7	7,1	11,7	0,7	9,9	5,5	-0,6	7,8	4,0	0,5	-0,54	-0,36
Paesi Bassi . . . . .	1,3	12,0	6,0	6,1	8,4	1,4	14,9	1,8	-0,8	13,3	2,2	2,2	-0,76	-0,51
Svezia . . . . .	2,0	7,9	2,3	2,1	11,5	0,7	3,0	7,5	-1,1	2,7	8,7	4,1	-0,36	-3,00
Spagna . . . . .	1,4	14,2	6,7	8,7	20,2	3,2	20,1	11,5	1,0	21,5	9,7	1,0	-0,14	-0,31
Media <sup>4</sup> . . . . .	2,5	10,3	4,7	5,7	12,4	1,6	10,2	6,3	0,3	9,7	4,9	1,8	-0,54	-0,58
di cui: paesi europei <sup>4</sup> . . . . .	2,1	10,6	4,9	5,8	13,3	1,7	11,1	7,1	0,2	10,8	5,6	2,2	-0,39	-0,53

<sup>1</sup>D = Disoccupati in percentuale del totale delle forze di lavoro, media annua; dS = variazione media annua percentuale delle retribuzioni per dipendente; dSR = dS meno variazione media annua in percentuale del deflatore dei consumi.

<sup>2</sup>Dati provvisori o stime. <sup>3</sup>Rapporto tra le variazioni di dS e di dSR rispettivamente tra il 1965-73 e il 1982-85 e le variazioni di D tra gli stessi periodi, calcolato utilizzando dati non arrotondati alla prima cifra decimale. <sup>4</sup>Medie non ponderate.

Fonti: OCSE, "Labour Force Statistics" e "National Accounts"; statistiche nazionali.

In diversi paesi la correlazione nominale è più favorevole di quella reale, e in alcuni casi (Stati Uniti, Giappone e Germania) ciò pare indicare un ritardo nell'adeguamento dei salari nominali ai prezzi. In altri paesi (Danimarca e Paesi Bassi) la differenza probabilmente rispecchia la modifica o l'abolizione dei sistemi di indicizzazione nel secondo dei periodi considerati. Vi sono inoltre dei casi (Italia, Svezia, Belgio e Francia) in cui la correlazione nominale è meno favorevole di quella reale, e che quindi sono di più difficile interpretazione. E' possibile che tale andamento rispecchi l'influsso di misure specifiche dirette a ridurre la crescita delle retribuzioni reali in situazioni di relativa rigidità dei guadagni monetari, ma esso potrebbe anche dipendere dalle ampie approssimazioni su cui è basata la tabella.

Quale che sia l'indicatore impiegato, il Giappone si distingue come il paese con la più alta flessibilità dei salari, in quanto ad un aumento di un punto della disoccupazione fa riscontro un calo nella crescita delle retribuzioni di 8 punti circa in termini nominali e di 4,5 punti in termini reali. Gli Stati Uniti, d'altra parte, hanno per lo più beneficiato di una progressione salariale assai moderata e relativamente stabile. Il favorevole andamento dell'occupazione non sembra quindi riflettere un grado particolarmente alto di flessibilità delle retribuzioni, ma piuttosto l'assenza di distorsioni provocate da una crescita eccessiva dei salari reali.

La correlazione aggregata per l'insieme dei paesi europei è leggermente al disotto della media generale, ma cela forti differenze fra i singoli paesi. Germania, Paesi Bassi e Danimarca presentano correlazioni relativamente favorevoli, mentre la flessibilità salariale è bassa in Francia, nel Regno Unito e in Spagna. In Italia il rinnovo dei contratti a livello nazionale, che dovrebbe comportare per quest'anno un incremento del 2,5% dei guadagni reali nel settore privato e maggiorazioni

ancora piú alte nel settore pubblico, fa ritenere che l'elevata correlazione in termini reali, mostrata dalla tabella, sia solo transitoria. Anche in Svezia l'introduzione di un blocco dei prezzi per evitare la riapertura delle contrattazioni salariali starebbe ad indicare che la misura reale sovrastima l'entità della correlazione. D'altra parte, numerosi provvedimenti tesi a promuovere la mobilità del lavoro e a ridurre al minimo il numero dei disoccupati di lungo periodo, hanno consentito alla Svezia di ottenere una flessibilità del mercato del lavoro superiore a quella della maggior parte degli altri paesi.

Considerando gli sviluppi piú recenti e le prospettive per il futuro, la questione cruciale è se i bassi incrementi salariali osservati nel 1986 ed il forte calo delle giornate lavorative perse per conflitti di lavoro siano indicativi di un cambiamento di fondo nel comportamento delle retribuzioni. Al riguardo vi sono due punti di vista contrastanti.

Negli Stati Uniti si è avuta una significativa moderazione salariale rispetto alle tendenze precedenti. L'adozione di nuovi e piú flessibili schemi retributivi, la deregolamentazione e il declino delle industrie manifatturiere con una forte sindacalizzazione sembrerebbero aver modificato il rapporto tendenziale tra salari e disoccupazione. Un raffronto tra i risultati del 1986 e quelli del 1982-85 conferma questa ipotesi, in quanto il calo della disoccupazione si è accompagnato ad una piú lenta progressione delle retribuzioni monetarie e ad una crescita solo moderata in termini reali. Un analogo cambiamento si può osservare in Canada e in Danimarca, sebbene in quest'ultimo paese un recente accordo a livello nazionale stia ad indicare un nuovo rafforzamento delle spinte salariali.

Al tempo stesso, l'assenza di un'ulteriore moderazione delle retribuzioni nominali nei paesi con tassi di disoccupazione superiori alla media fa ritenere che gli effetti antinflazionistici di un'alta disoccupazione stiano gradualmente esaurendosi. Secondo un altro punto di vista il tasso di inflazione dipenderebbe piú dalle *variazioni* che dal *livello* della disoccupazione. A sostegno di tale tesi si fa osservare che i disoccupati di lungo periodo — la cui quota in diversi paesi europei raggiunge o supera il 50% della disoccupazione totale (rispetto al 10-15% negli Stati Uniti e in Canada) — hanno una scarsa incidenza nel processo di formazione dei salari. Per contro, i miglioramenti retributivi annui sono determinati dalle forze di lavoro occupate, ossia da coloro che dispongono di un potere contrattuale. Un raffronto tra il 1986 e il 1982-85 indicherebbe che fattori di tale tipo possono aver agito nel Regno Unito, dove le retribuzioni sia nominali che reali sono aumentate ad un ritmo piú elevato nonostante il peggioramento della disoccupazione. La piú rapida progressione delle retribuzioni reali in diversi paesi con un tasso di disoccupazione crescente e/o elevato potrebbe essere anche indizio di piú ambiziose rivendicazioni salariali.

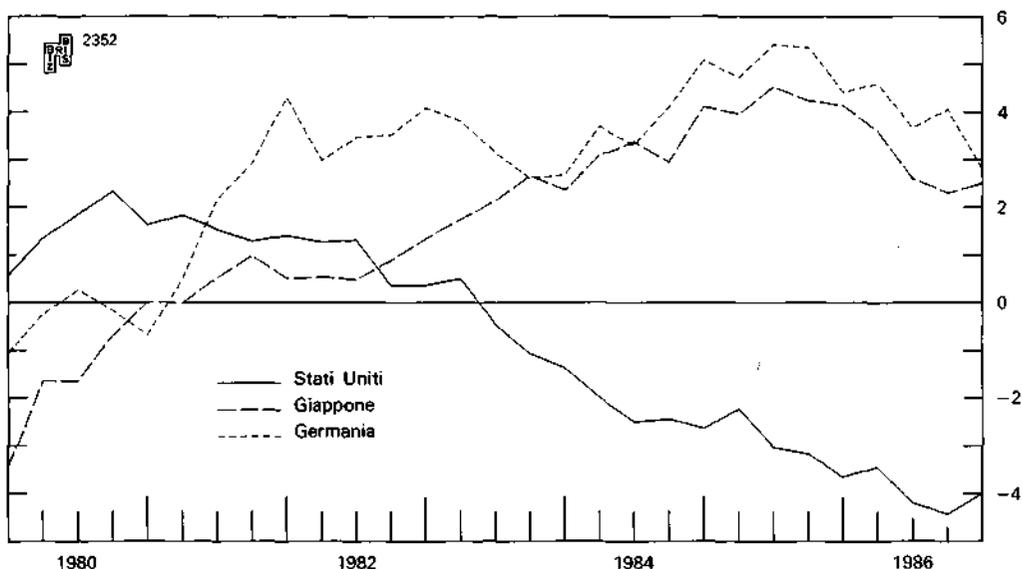
### **L'aggiustamento reale esterno**

La correzione degli attuali squilibri esterni è complicata dal fatto che il paese deficitario — gli Stati Uniti — è una grande economia industriale, dalla cui crescita reale e stabilità finanziaria dipende buona parte del mondo industrializzato e in via di sviluppo. Per l'intera economia mondiale è quindi importante che gli Stati Uniti non subiscano una grave flessione della domanda interna. L'onere

dell'aggiustamento è pertanto gravato soprattutto sui tassi di cambio, con un deprezzamento del dollaro che ha raggiunto il 50% nei confronti delle monete di alcuni dei principali *partners* commerciali. Le variazioni dei tassi di cambio, ancorché ingenti, non si sono ancora tradotte in una significativa inversione di tendenza nel saldo con l'estero degli Stati Uniti, sebbene vi siano certamente indicazioni di un incipiente aggiustamento. Per contro, le conseguenze negative della caduta del dollaro si sono ben presto manifestate in un indebolimento della situazione economica interna dei *partners* commerciali degli Stati Uniti, in particolare Giappone e Germania. Anziché colmare il vuoto di domanda che la decelerazione dell'economia statunitense ha lasciato, le altre grandi economie sembrano incontrare difficoltà persino nel mantenere gli obiettivi di crescita che si erano prefissati.

Come è noto, nel periodo immediatamente successivo ad ampie variazioni dei tassi di cambio i primi segni positivi dell'aggiustamento sono nascosti da effetti di curva a J che tendono in un primo tempo a peggiorare in termini nominali gli esistenti squilibri, specie se questi sono di considerevole ampiezza. Nel 1986 la situazione è stata anche aggravata dal fatto che per l'insieme dei paesi industriali l'impulso esterno (in termini di volume) è stato negativo, come si è osservato in precedenza (si vedano le pagine 17, 18 e 19). Ad esempio, lo scorso anno le esportazioni reali nette di beni e servizi degli Stati Uniti si sono ridotte nella misura di circa l'1% del PIL, con un deterioramento molto maggiore di quello registrato nel 1985. In altri paesi, tuttavia, le variazioni sono state tendenzialmente ancora maggiori (e in questo caso nella direzione auspicata), specie se considerate su base trimestrale. Con il leggero miglioramento intervenuto verso la fine dell'anno, il saldo economico con l'estero degli Stati Uniti è diminuito solo in misura dello 0,5% del PIL tra il quarto trimestre 1985 e il quarto trimestre 1986, mentre sia per il Giappone che per la Germania il calo è stato dell'1,6% (cfr. grafico).

Saldo economico con l'estero in percentuale del PIL nei tre maggiori paesi; 1980-86\*

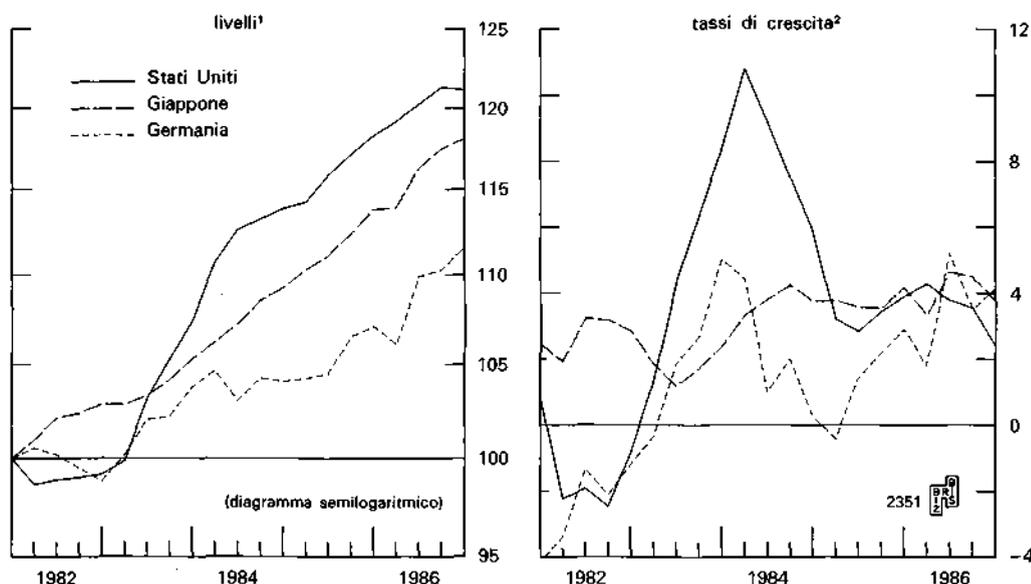


\* Esportazioni nette di beni e servizi, a prezzi costanti.

Senza dubbio questi primi segni di riequilibrio sono in parte riconducibili all'ulteriore convergenza dei tassi di crescita reale della domanda interna durante lo scorso anno (si veda il grafico seguente). Un'accelerazione particolarmente evidente si rileva, ad esempio, per la Germania. La convergenza dei tassi di crescita non riduce ovviamente il divario nei livelli della domanda, limitandosi a mantenerlo proporzionalmente costante. Questa logica aritmetica sta alla base dei ripetuti inviti rivolti ai paesi ad andare al di là della semplice convergenza dei tassi di espansione della domanda e di agire pertanto sui *differenziali* di crescita: vale a dire un'accelerazione della crescita nei paesi eccedentari. Non è chiaro in che misura questa inversione di tendenza nei differenziali di crescita della domanda possa contribuire al processo di aggiustamento. Alla fine dello scorso anno, il volume della domanda interna negli Stati Uniti superava di circa il 23% il livello all'inizio della ripresa nel quarto trimestre del 1982 (si veda il grafico). Su questa stessa base, tuttavia, i livelli della domanda interna in Germania e in Giappone erano inferiori solo dell'8 e 10% rispettivamente a quello degli Stati Uniti. Le corrispondenti cifre per i differenziali nel livello delle importazioni erano rispettivamente del 51 e 44%. Si tratta di una situazione non facile da risolvere. Recenti stime indicano che negli Stati Uniti l'elasticità della domanda di importazioni (rispetto alla domanda interna) è molto più grande che in Giappone e in Germania, un'ipotesi che le cifre precedenti sembrano convalidare.

Inoltre, secondo talune simulazioni elaborate sulla base di modelli econometrici internazionali, gli effetti sulle bilance dei pagamenti di differenziali plausibili di crescita della domanda sarebbero molto minori di quelli auspicati. Per contro, una maggiore reazione dovrebbe in definitiva provenire da movimenti dei tassi di cambio dell'ampiezza osservata lo scorso anno. Dato il forte apprezzamento del dollaro negli ultimi due anni, non è probabilmente prematuro

Livelli e tassi di crescita della domanda interna nei tre maggiori paesi; 1982-86



<sup>1</sup> Quarto trimestre 1981 = 100.

<sup>2</sup> Variazioni su quattro trimestri, in percentuale.

Variazioni nel saldo economico con l'estero in termini reali

Paesi	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
	in percentuale del PIL							
Stati Uniti . . . . .	1,0	1,7	- 0,3	- 0,7	- 1,4	- 1,8	- 0,6	- 1,0
Giappone . . . . .	- 1,4	3,5	1,5	0,3	1,4	1,2	1,0	- 1,5
Germania . . . . .	- 1,5	0,4	2,7	1,0	- 0,5	1,0	1,1	- 1,2
Francia . . . . .	- 0,7	- 1,0	0,9	- 2,2	1,4	0,9	- 0,5	- 1,6
Regno Unito . . . . .	- 1,4	0,9	0,5	- 1,1	- 0,8	- 0,6	0,7	- 0,8
Italia . . . . .	- 0,5	- 2,9	2,3	- 0,1	0,9	- 0,9	- 0,3	- 0,5
Canada . . . . .	- 1,3	- 0,5	- 1,0	3,3	0,0	1,0	- 0,2	- 0,5
Belgio . . . . .	- 1,1	1,6	2,9	1,4	2,1	- 0,1	0,2	- 0,8
Paesi Bassi . . . . .	0,6	1,0	3,9	- 0,5	- 0,1	0,9	- 0,5	- 1,0
Svezia . . . . .	- 1,6	- 0,3	2,6	0,1	3,3	1,0	- 1,6	0,5
Svizzera . . . . .	- 2,1	- 1,2	2,7	- 0,1	- 1,6	- 0,5	1,4	- 2,5
Paesi del Gruppo dei Dieci* . . . . .	- 0,3	1,1	0,9	- 0,3	- 0,3	- 0,5	- 0,1	- 1,1

\* Pesi del PIL e tassi di cambio ai valori dell'anno precedente.

cercare di individuare i segni di questi effetti di tasso di cambio. Una grandezza da tenere ovviamente in considerazione è la quota di domanda interna assorbita dalle importazioni (cfr. tabella di pagina 35). A questo riguardo le indicazioni non sono tuttavia del tutto chiare. E' vero che nella maggior parte dei paesi si osserva da molti anni una tendenza crescente del tasso di penetrazione delle importazioni. Nondimeno, negli Stati Uniti questo indice è salito lo scorso anno in misura maggiore che nel 1985. E sebbene a partire dal terzo trimestre non vi sia stata alcuna ulteriore variazione, il volume delle importazioni USA è aumentato lo scorso anno più che in qualsiasi altro paese del Gruppo dei Dieci (si veda la tabella di pagina 16). A tale andamento ha indubbiamente concorso la tendenza, da più parti segnalata, degli esportatori verso gli Stati Uniti ad assorbire gli effetti iniziali del deprezzamento del dollaro con una riduzione dei margini di profitto, anziché ad

Variazioni della domanda interna reale

Paesi	1982	1983	1984	1985	1986
	in percentuale				
Stati Uniti . . . . .	- 1,9	5,1	8,3	3,3	3,5
Giappone . . . . .	2,8	1,8	3,8	3,8	4,1
Germania . . . . .	- 2,0	2,3	1,9	1,5	3,7
Francia . . . . .	4,1	- 0,7	0,5	2,2	3,7
Regno Unito . . . . .	2,0	4,6	2,7	2,8	3,2
Italia . . . . .	0,3	- 0,4	4,4	3,1	3,2
Canada . . . . .	- 6,6	3,3	4,7	4,4	3,7
Belgio . . . . .	0,3	- 2,4	1,7	1,3	3,1
Paesi Bassi . . . . .	- 0,9	1,5	1,5	2,2	3,3
Svezia . . . . .	0,8	- 0,8	3,1	3,9	1,8
Svizzera . . . . .	- 1,0	2,3	2,3	2,6	5,1
Paesi del Gruppo dei Dieci					
Media aritmetica . . . . .	- 0,2	1,5	3,1	2,9	3,4
Scarto quadratico medio . . . . .	2,8	2,5	2,1	1,1	0,9

aumentare i prezzi dei prodotti destinati alla clientela statunitense. In Giappone, dove, contrariamente alla tendenza generale, il tasso di penetrazione delle importazioni è rimasto alquanto costante dalla metà degli anni settanta, non si è finora osservata nessuna significativa tendenza all'aumento. Infine, in Germania lo scorso anno, anziché proseguire nella sua crescita tendenziale, il tasso è rimasto stazionario.

Pertanto, quanto meno dal lato delle importazioni, si hanno finora ben poche indicazioni degli attesi effetti dei movimenti dei cambi. Non vi è dubbio che l'adattamento dei flussi commerciali a variazioni dei tassi di cambio distribuitesi nell'arco di ben due anni richiede tempo (specie se, come nel caso presente, esse sono state precedute da movimenti altrettanto ampi in direzione opposta) e che gli esportatori non statunitensi non possono comprimere indefinitamente i loro margini di profitto. Inoltre, come si dirà nel capitolo seguente, le mutate posizioni di competitività sui mercati terzi sembrano già produrre effetti dal lato delle esportazioni. Nondimeno, l'evidente ritardo dell'aggiustamento reale dal lato delle importazioni tende inevitabilmente a riportare in primo piano la politica macroeconomica.

### Squilibrio, aggiustamento e politiche economiche

In tale contesto, un elemento positivo che dovrebbe contribuire ad un migliore equilibrio esterno e che pare essersi stabilito lo scorso anno è il controllo che si comincia ad acquisire sul disavanzo del bilancio federale negli Stati Uniti. E' pur vero che il deficit per l'esercizio 1986 (terminante con la fine del settembre 1986), per un ammontare di quasi \$ 221 miliardi, ha nettamente superato l'obiettivo di \$ 172 miliardi fissato nella legge "Balanced Budget Act" del 1985. Si stima inoltre che anche l'obiettivo per l'anno in corso verrà oltrepassato. Nondimeno, secondo i calcoli dell'«Office of Management and Budget» ciò comporterà comunque una riduzione del disavanzo corrente di circa \$ 40-45 miliardi, dato che gli effetti iniziali della riforma fiscale del 1986 dovrebbero produrre un aumento del gettito. Nelle sue ultime proposte di bilancio per l'esercizio finanziario 1988, il Presidente ha

Quota delle importazioni sulla domanda interna \*

Periodi	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
	in percentuale						
1971-75 . . . . .	9,3	15,8	24,1	17,7	23,6	17,8	22,0
1976-81 . . . . .	10,7	16,1	27,4	21,9	24,9	20,6	24,3
1982-83 . . . . .	10,9	15,5	29,4	21,6	26,4	22,0	24,6
1984 . . . . .	12,7	16,0	30,1	21,9	28,2	23,4	27,9
1985 primo trimestre . . . . .	12,4	15,8	31,3	22,2	28,4	23,8	28,3
secondo trimestre . . . . .	12,8	15,7	31,1	22,1	23,6	23,6	28,6
terzo trimestre . . . . .	12,6	15,2	30,9	22,4	27,8	23,6	28,9
quarto trimestre . . . . .	13,2	14,7	30,9	22,9	28,6	24,4	29,3
1986 primo trimestre . . . . .	13,1	14,6	30,3	22,2	27,6	24,7	29,4
secondo trimestre . . . . .	13,5	15,7	32,0	23,4	28,5	24,0	28,2
terzo trimestre . . . . .	13,9	15,6	30,6	23,7	29,5	25,0	29,2
quarto trimestre . . . . .	13,9	15,1	31,0	22,7	30,4	23,4	29,8

\* A prezzi costanti. L'anno base per l'indice dei prezzi differisce da paese a paese e, nel caso di Francia ed Italia, esso è stato cambiato durante il periodo in esame.

prefigurato per quell'anno un disavanzo di soli \$ 107,8 miliardi, un importo che ricondurrebbe il bilancio entro la direttrice originariamente prefissata dalla legge Gramm-Rudman. Sebbene alcuni osservatori nutrano dubbi sulla possibilità – o addirittura sull'opportunità – di conseguire una così drastica riduzione in un solo anno, sembra evidente che l'Amministrazione è comunque impegnata in un ulteriore significativo sforzo di miglioramento.

Per gli stessi Stati Uniti, lo scenario ottimale sarebbe che, nella fase di riduzione dello squilibrio di bilancio, il miglioramento della bilancia commerciale indotto dal calo del dollaro compensasse gli effetti negativi in termini di domanda interna prodotti dal ridimensionamento del disavanzo pubblico (insieme, forse, ad una certa ripresa della propensione al risparmio del settore privato). Vale la pena di notare che questa combinazione propizia è necessaria non solo per evitare una recessione o un surriscaldamento dell'economia in quanto tali; l'evenienza di una recessione va evitata anche perché gli sfavorevoli effetti automatici di una crescita più lenta tenderebbero a loro volta ad ostacolare lo stesso processo di consolidamento del bilancio. Data l'incertezza circa l'ampiezza e velocità di trasmissione degli effetti di tasso di cambio, è difficile valutare anticipatamente quale sarebbe l'itinerario più idoneo di riduzione del deficit di bilancio (anche nell'ipotesi di una stabilità relativa del saldo finanziario del settore privato). E' quasi certo comunque che si tratta di un sentiero alquanto angusto.

Per le altre economie industriali, e in particolare per i paesi che presentano ampie eccedenze con l'estero, il punto di partenza dell'analisi – *mutatis mutandis* – è lo stesso che per gli Stati Uniti. La correzione dello squilibrio esterno – ossia la contropartita del miglioramento della posizione statunitense – comporterà necessariamente una sottrazione di domanda in assenza di influssi di natura compensativa. Essendo poco probabile che il settore privato riduca di pari passo il proprio attivo finanziario (ossia accresca la spesa), la responsabilità dovrebbe logicamente ricadere sul settore pubblico. Uno dei problemi risiede tuttavia nel fatto che, mentre negli Stati Uniti entrambe le componenti del necessario processo di aggiustamento – correzione degli squilibri dei conti con l'estero e del settore pubblico – sono di per sé fortemente auspicabili, nel resto del mondo solo la prima azione correttiva è desiderabile in quanto tale. In effetti, nella maggior parte dei casi, si considera necessario un consolidamento, e non un allentamento, dell'attuale situazione delle finanze pubbliche. Inoltre, specie nel caso del Giappone, il ripristino di una situazione di equilibrio internazionale rende necessario un ampio processo di aggiustamento strutturale e di riorientamento dell'apparato industriale; un processo che necessariamente richiede tempo.

D'altro lato, vi può essere stata una certa tendenza, specie da parte dell'Amministrazione USA, ad esagerare l'intensità dello stimolo fiscale che si raccomandava ai paesi eccedentari. Non è apparso del tutto chiaro se si sollecitasse un'accelerazione della crescita del *prodotto* o della sola *domanda interna*. Di per sé, il processo di aggiustamento internazionale richiede evidentemente soltanto un'espansione della domanda interna all'incirca dello stesso ordine di grandezza della flessione dell'avanzo economico con l'estero. Non solo ciò comporterebbe un minore stimolo fiscale, ma non accelererebbe neppure la crescita del prodotto, limitandosi a modificarne la composizione. A tale riguardo il timore di effetti inflazionistici provenienti da una manovra fiscale finalizzata all'aggiustamento esterno è probabilmente eccessivo. In prima approssimazione, il prodotto sarebbe

Saldi del bilancio delle amministrazioni pubbliche<sup>1</sup>

Paesi	1973	1981	1982	1983	1984	1985	1986 <sup>2</sup>
	in percentuale del PNL						
Stati Uniti . . . . .	0,6	- 1,1	- 3,5	- 3,8	- 2,7	- 3,4	- 3,4
Giappone . . . . .	- 2,7	- 7,2	- 6,9	- 6,8	- 5,8	- 4,1	- 4,2
Germania . . . . .	1,2	- 3,7	- 3,3	- 2,5	- 1,9	- 1,1	- 1,2
Francia . . . . .	0,9	- 1,8	- 2,7	- 3,1	- 2,7	- 2,9	- 2,9
Regno Unito . . . . .	- 2,6	- 2,8	- 2,3	- 3,6	- 3,9	- 2,6	- 3,1
Italia . . . . .	- 7,0	-11,5	-11,3	-10,7	-11,5	-12,3	-11,3
Canada . . . . .	1,0	- 1,5	- 5,7	- 6,6	- 6,6	- 6,6	- 5,4
Austria . . . . .	1,3	- 1,7	- 3,2	- 4,1	- 2,7	- 2,1	- 2,7
Belgio . . . . .	- 5,5	-16,4	-14,4	-15,0	-12,1	-11,6	-11,2
Paesi Bassi . . . . .	1,8	- 5,2	- 6,7	- 6,1	- 5,7	- 5,1	- 6,7
Spagna . . . . .	1,1	- 3,9	- 5,6	- 4,8	- 5,6	- 6,4	- 5,6
Svezia . . . . .	4,1	- 4,9	- 6,3	- 5,0	- 2,6	- 3,9	- 0,7
Svizzera . . . . .	- 1,1	0,1	- 0,5	- 0,5	- 0,3	- 0,0	0,7
Media <sup>3</sup> . . . . .	- 0,3	- 3,5	- 4,6	- 4,8	- 4,0	- 3,6	- 3,4

<sup>1</sup> Compreso il settore previdenziale, ma al netto delle operazioni in conto capitale di natura finanziaria. Per il Giappone, incluse le imprese pubbliche non finanziarie. <sup>2</sup> Dati provvisori. <sup>3</sup> Pesi del PIL e tassi di cambio ai valori dell'anno precedente.

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

uguale a quello che si avrebbe in assenza di un aggiustamento, e i rischi di inflazione da domanda non aumenterebbero né diminuirebbero. In altri termini, nei paesi al di fuori degli Stati Uniti sembrerebbe necessaria un'azione solo ai fini di ottenere una crescita del prodotto e non una sua accelerazione. Per quanto riguarda i rischi e le conseguenze di una recessione valgono le stesse considerazioni fatte nel caso degli Stati Uniti: qualsiasi decelerazione dello sviluppo tenderebbe a peggiorare la situazione della finanza pubblica. Anzi, l'aspetto paradossale a questo riguardo è che - dato il permanere in molti paesi di disavanzi di bilancio - quanto maggiore è l'esigenza di sostenere la domanda e l'attività economica, tanto peggiore è probabilmente la situazione di bilancio da cui si parte.

Come si è detto in precedenza, il vincolo non è rappresentato necessariamente dal rischio di eccessive pressioni sulla domanda o di spinte inflazionistiche, ma piuttosto da quello, più immediato, costituito dallo stato stesso della finanza pubblica. Ciò è reso particolarmente evidente dalla continua crescita in molti paesi della quota del debito pubblico sul PNL, con un corrispondente aumento dell'onere per il servizio del debito, che diventa un elemento di rigidità dei bilanci futuri (si veda la tabella seguente). In alcuni paesi, tuttavia, sono emerse indicazioni di un certo alleggerimento di questa situazione, soprattutto in quelli in cui il disavanzo di bilancio è stato ridotto a livelli molto bassi.

Non è possibile dare un'indicazione precisa circa i limiti che andrebbero posti alle dimensioni relative del debito pubblico. Le quote "sostenibili" possono variare da paese a paese e nel tempo. In linea di principio, è chiaro tuttavia che si tratta di una grandezza che non deve - e anzi non può - aumentare indefinitamente. Esiste pertanto un serio conflitto tra la necessità di un approccio flessibile a breve termine invocata da alcuni e le esigenze poste dalla sostenibilità a medio termine delle politiche.

Debito delle amministrazioni pubbliche ed esborsi per interessi

Paesi	1973	1983	1984	1985	1986	1973	1983	1984	1985	1986
	Debito lordo <sup>1</sup> in percentuale del PNL					Esborsi lordi per interessi in percentuale delle uscite di bilancio				
Stati Uniti . . . . .	39,9	45,1	46,8	52,4	56,2	7,2	12,2	13,6	13,9	13,9
Giappone . . . . .	30,9	87,9	89,9	89,7	90,9 <sup>2</sup>	4,1	12,9	13,9	14,5	14,7
Germania . . . . .	18,6	40,0	40,7	41,2	41,1	2,8	6,4	6,5	6,6	6,6
Francia . . . . .	25,4 <sup>3</sup>	30,7	32,9	35,2	36,9	2,4	5,2	5,5	5,6	5,6
Regno Unito . . . . .	71,8	60,8	61,7	59,7	57,7 <sup>2</sup>	9,5	10,6	10,8	11,3	10,5
Italia . . . . .	52,7	72,6	78,2	85,2	88,9	6,9	15,6	16,3	15,6	16,6
Canada . . . . .	45,6	58,2	60,9	65,9	68,8	10,6	15,6	16,8	18,1	18,2
Austria . . . . .	10,8	45,3	47,9	49,4	55,9	2,5	6,2	6,8	7,1	7,5
Belgio . . . . .	54,0	107,2	115,1	120,6	123,2	8,0	15,0	16,4	17,4	18,6
Paesi Bassi . . . . .	43,2	61,9	66,3	70,0	72,2	6,3	9,6	10,2	11,1	11,2
Spagna . . . . .	13,8 <sup>3</sup>	32,1	39,3	46,3	49,0	2,8	3,3	5,5	8,8	8,8
Svezia . . . . .	22,5	66,9	69,5	70,9	68,8	4,3	11,3	12,2	13,4	12,2
Svizzera . . . . .	30,3	36,5	36,1	34,7	32,5	5,6	4,8	4,5	4,4	4,2
Media <sup>4</sup> . . . . .	37,5	54,1	56,6	59,9	62,1	6,1	11,0	12,2	12,7	12,8

<sup>1</sup> Per Giappone, Italia e Regno Unito, incluse le imprese pubbliche non finanziarie. <sup>2</sup> Terzo trimestre 1986. <sup>3</sup> Media 1974-1980. <sup>4</sup> Paesi del PIL ai valori dell'anno precedente.

Fonti: CEE, "European Economy"; statistiche nazionali.

Per alcuni paesi – in particolare per il Giappone, ma anche per la Germania – questo conflitto è considerato più acuto in quanto nei prossimi decenni l'aumento dell'età media della popolazione comporterà oneri sempre più gravosi per i sistemi fiscali e per altre strutture. Non è tuttavia evidente che il mantenimento di una politica di austerità fiscale oggi costituisca il modo migliore di affrontare questa evoluzione, specialmente se poi la crescita in generale (compresa quella degli investimenti) è destinata a mantenersi debole.

Al di fuori dell'ambito della politica fiscale, è difficile immaginare che possa provenire un importante sostegno alla domanda interna dalla politica monetaria. A questo riguardo basti ricordare l'imprescindibile esigenza di preservare quanto più possibile la credibilità dell'orientamento antinflazionistico, specie in un momento in cui i prezzi di alcune attività (sia reali che finanziarie) sono andati aumentando rapidamente e gli aggregati monetari hanno già ampiamente superato i loro obiettivi di crescita, per ragioni in parte comprensibili ma non quantificabili. Anche gli sfavorevoli effetti di cambio rientrano tra i rischi maggiori di un ulteriore allentamento della politica monetaria, mentre è tuttora controversa l'intensità dell'impulso reale di domanda derivante da una manovra puramente monetaria.

Alla luce dei dubbi che circondano l'impiego degli strumenti tradizionali di politica economica, non sorprende che i responsabili delle politiche abbiano esteso ad altri ambiti la ricerca di rimedi più radicali con effetti collaterali meno dannosi. Pur essendo ragionevole sollecitare che, ad esempio, meccanismi di mercato più efficienti assecondino il processo di aggiustamento – specie quando il dispositivo di segnalazione implica, come avviene attualmente, variazioni nei prezzi relativi – non è possibile prevedere sulla base dell'esperienza del passato né la portata né la distribuzione nel tempo dei possibili effetti. Quel che è peggio, non è spesso facile stabilire, ad esempio nell'ambito del mercato del lavoro, quali misure sarebbero attuabili e al tempo stesso efficaci.

Passando a considerare un altro ambito, in linea di principio la riforma fiscale dovrebbe contribuire ad alleviare gli squilibri internazionali. Gli Stati Uniti, ad esempio, si stanno allontanando da un sistema che incoraggiava la spesa privata a scapito del risparmio. Il Giappone potrebbe muoversi in direzione opposta, cioè da un regime fiscale di incentivazione del risparmio verso un sistema che, com'è stato proposto, prevede, ad esempio, la ritenuta fiscale su taluni redditi in conto interessi precedentemente esenti da imposizione. Nel primo caso, le modifiche dovrebbero teoricamente assicurare che una quota maggiore del disavanzo di bilancio degli Stati Uniti venga finanziata direttamente o indirettamente dai residenti USA. Nel secondo caso, se la riforma proposta verrà attuata, i residenti giapponesi dovrebbero destinare una parte maggiore del loro reddito alla spesa, specie in quanto la riforma contempla anche incentivi agli investimenti in abitazioni. Anche in questi casi tuttavia non è possibile conoscere con precisione i tempi e l'intensità delle risposte a tali cambiamenti. Per quanto concerne le misure di incentivazione e di scoraggiamento del risparmio, gli economisti incontrano da tempo difficoltà nel produrre dimostrazioni chiare ed univoche circa l'entità degli effetti di variazioni nei redditi al netto dell'imposizione.

Tutto ciò significa che, con il pericolo a breve termine di un nuovo scivolamento della crescita economica al disotto delle recenti aspettative, e con il manifestarsi di pressioni intermittenti ma di forte intensità sul mercato dei cambi, che si voglia o no, l'onere dell'iniziativa viene fatto ricadere sulla politica macroeconomica, e in particolare sulla politica fiscale. In tali circostanze il conflitto fra le esigenze di breve periodo e gli obiettivi a medio termine della finanza pubblica diventa meno netto. Dopo tutto, il medio termine è fatto di una somma di risultati di breve periodo; se questi ultimi evolvono in modo sfavorevole il primo ne subirà inevitabilmente gli effetti.

### III. IL COMMERCIO E I PAGAMENTI INTERNAZIONALI

#### Aspetti salienti

L'anno scorso l'evoluzione del commercio mondiale e delle bilance dei pagamenti ha fortemente risentito delle conseguenze della diminuzione del prezzo del petrolio e del deprezzamento del dollaro. Entrambi i fattori hanno prodotto spostamenti sostanziali nei prezzi relativi dei beni scambiati e variazioni significative, seppur molto meno accentuate, nei volumi dell'interscambio, queste ultime in parte come conseguenza di ampi guadagni e perdite di reddito in termini reali generati dagli effetti di prezzo.

L'entità delle variazioni delle quantità è differita fortemente a seconda dei gruppi di paesi, ma ha comportato, nel complesso, una modesta accelerazione nella crescita reale del commercio mondiale, ammontata a circa il 4,5% nel 1986. Lo scorso anno, le variazioni nei prezzi si sono palesate principalmente in una modifica delle posizioni relative di parte corrente dei principali gruppi di paesi. In gran parte a causa del più basso prezzo del petrolio, il disavanzo delle partite correnti per l'insieme dei paesi industriali è sceso di \$36 miliardi, mentre quello dei paesi in via di sviluppo (PVS) è aumentato di \$26 miliardi. Inoltre, la discrepanza statistica mondiale delle partite correnti è diminuita di \$7 miliardi, principalmente perché i più bassi tassi di interesse paiono aver ridotto la discrepanza a livello dei redditi da investimento.

Le modifiche nella configurazione globale dei saldi correnti sono state accompagnate da un considerevole ampliamento degli squilibri all'interno dei due gruppi principali. Fra i paesi industriali è ulteriormente aumentato il disavanzo corrente degli Stati Uniti e sono notevolmente cresciute le eccedenze del Giappone e della Germania. Gli squilibri senza precedenti registrati nel 1986 in questi tre paesi vanno attribuiti soprattutto all'effetto d'impatto sui prezzi dei movimenti nei tassi di cambio. Il peggioramento del saldo corrente aggregato dei paesi in via di sviluppo è stato interamente subito dai paesi esportatori di petrolio. Lo scorso anno gli altri PVS hanno registrato nel complesso un miglioramento, che ha tuttavia riguardato unicamente pochi paesi del Sud-Est asiatico, mentre è peggiorata la posizione corrente degli altri PVS debitori non esportatori di petrolio.

Nel 1986 i movimenti di capitali fra i paesi industriali si sono caratterizzati per due aspetti. In primo luogo, sebbene le operazioni di titoli siano rimaste il canale principale dei movimenti internazionali di capitali, in diversi paesi sono riemersi ampi flussi bancari a breve, parzialmente collegati a transazioni di portafoglio sull'estero. In secondo luogo, hanno continuato ad espandersi i deflussi di capitali dai paesi eccedentari, soprattutto dal Giappone, ma i flussi del settore privato non hanno più controbilanciato il disavanzo corrente USA, una parte considerevole del quale è stata finanziata, per la prima volta dal 1978, mediante un'accumulazione di passività USA verso detentori ufficiali esteri.

Fra i PVS esportatori di petrolio numerosi paesi in disavanzo con una forte posizione patrimoniale internazionale sono stati in grado di finanziare i propri deficit attingendo alle attività sull'estero. Per contro, i paesi esportatori di petrolio

fortemente indebitati hanno incontrato seri problemi di finanziamento. Per quanto riguarda i paesi non esportatori di petrolio, in alcuni di essi il miglioramento nelle ragioni di scambio ha alleviato le difficoltà finanziarie, mentre per taluni dei principali paesi indebitati queste hanno continuato a persistere a causa di politiche interne eccessivamente espansive. Ancora una volta, non vi è stata erogazione spontanea di nuovi crediti dal settore privato ai paesi indebitati, e nel 1986 la maggior parte dei PVS ha dovuto fare affidamento quasi esclusivamente su fondi forniti da prestatori ufficiali.

## **Il commercio mondiale**

I dati provvisori indicano che la crescita in volume dell'interscambio mercantile è salita al 4,5%, circa un punto percentuale in più rispetto al 1985. L'aumento delle quantità è stato accompagnato da un incremento di circa il 5% nei prezzi medi in dollari dei beni scambiati, cosicché il valore in dollari correnti del commercio mondiale si è accresciuto di quasi il 10%, raggiungendo un livello di oltre \$ 2.100 miliardi.

Malgrado la moderata accelerazione dell'interscambio mondiale, nel 1986 sono persistite pressioni protezionistiche e il commercio internazionale è stato ancora ostacolato da pratiche restrittive. E' tuttavia estremamente difficile quantificare la crescita del protezionismo e valutare in che misura esso abbia raffrenato l'espansione dell'interscambio o impedito un'allocazione più efficiente delle risorse. Questa difficoltà dipende dal cambiamento intervenuto nelle pratiche protezionistiche negli scorsi anni: dal ricorso ai dazi doganali - i negoziati svoltisi a più riprese in sede GATT sulle riduzioni tariffarie multilaterali sono infatti riusciti ad abbassare considerevolmente i dazi - si è passati ad un'applicazione generalizzata di barriere non tariffarie di diverso tipo. Finora il protezionismo sembra essersi concentrato soprattutto in alcune aree. L'impatto delle restrizioni è particolarmente accentuato negli scambi di prodotti agricoli, dove le politiche governative, specialmente attraverso programmi di sostegno dei prezzi interni, hanno contribuito a creare sul mercato mondiale eccedenze di prodotti agricoli sussidiati. Gli attriti commerciali stanno aumentando negli scambi di manufatti. Le restrizioni attualmente esistenti interessano in particolare l'acciaio, il tessile e l'abbigliamento, e i vincoli imposti dall'accordo Multifibre nel 1986 sicuramente porranno seri problemi agli esportatori effettivi e potenziali di tessili e abbigliamento nell'ambito delle economie in via di sviluppo. In altre aree dell'interscambio di manufatti il protezionismo sembra finora essere aumentato solo moderatamente, non da ultimo perché i governi hanno resistito alle pressioni protezionistiche interne. La minaccia di ulteriori misure restrittive è tuttavia diffusa e le probabilità di disinnescarla dipenderanno in misura significativa dal successo dell'azione volta a ridurre la dimensione degli squilibri commerciali.

Lo scorso anno le variazioni nel volume e nel valore dell'interscambio sono state fortemente influenzate dalla diminuzione del prezzo del petrolio e dal deprezzamento del dollaro. Una causa fondamentale delle modifiche nella struttura dell'interscambio in volume è stata la diminuzione di quasi il 50% nel prezzo in dollari del petrolio, in parte perché i più bassi prezzi del greggio ne hanno fatto aumentare la domanda, in parte perché hanno generato effetti reali di reddito che hanno influito significativamente sulle importazioni di gruppi diversi di paesi. Il

deprezzamento del dollaro ha raffrenato l'espansione del commercio mondiale in volume, in quanto il connesso aumento dei tassi di cambio effettivi reali ha rallentato alquanto rapidamente la crescita delle esportazioni reali dall'Europa occidentale e dal Giappone senza produrre un contestuale incremento compensativo delle quantità esportate dagli Stati Uniti e da altri paesi la cui moneta si è deprezzata in termini reali. Per contro, il più basso cambio nominale del dollaro ha fatto crescere il valore in dollari degli scambi denominati nelle monete in apprezzamento, come quelli fra i paesi europei. E' stato, ad esempio, interamente in conseguenza di tali effetti di cambio che nel 1986 la Germania ha preso il posto degli Stati Uniti come principale esportatore di merci.

Come si può rilevare nel grafico della pagina seguente, l'aumento complessivo nel volume del commercio mondiale nel 1986 è in gran parte dovuto alla domanda di importazioni nei paesi industriali aumentata, secondo stime, dell'8,5% rispetto al 6% del 1985. Nella seconda metà del 1986 il livello reale delle importazioni dei paesi industriali sembra aver superato del 10% quello del corrispondente periodo del 1985. Mentre nel complesso dell'anno la sostenutezza della domanda di importazioni dei paesi industriali ha riflesso in prevalenza la vigorosa crescita delle importazioni del Nord America, l'accelerazione nella seconda metà dell'anno è derivata principalmente da un aumento delle importazioni reali degli altri paesi industriali. Nel 1986 l'incremento delle quantità importate dai paesi industriali è in ampia misura attribuibile a più elevate importazioni di petrolio. Il calo dei prezzi del greggio non solo ha fatto aumentare il consumo del 3%, ma ha anche indotto una ricostituzione delle scorte petrolifere di circa il 4%, un tasso pressoché doppio rispetto al decumulo avutosi nel 1985. Inoltre, lo scorso anno la produzione di petrolio dei paesi industriali è scesa del 2%, in quanto sono stati chiusi i pozzi non remunerativi ed è stata ridotta l'attività di trivellazione.

Per contro, nel 1986 il volume delle importazioni dei PVS è sceso del 3,5%, il calo maggiore dal 1982. I paesi esportatori di petrolio, i cui proventi da esportazione si sono ridotti di un terzo, hanno contratto le importazioni reali nella misura senza precedenti del 18%. D'altro canto, le importazioni del gruppo dei PVS non petroliferi hanno continuato ad espandersi in quantità, anche se il tasso di crescita di circa il 2,5% è stato pari solo alla metà di quello registrato nei due anni precedenti. Inoltre, questo aumento medio è stato decisamente influenzato da una crescita sostenuta delle importazioni di alcuni paesi di nuova industrializzazione del Sud-Est asiatico che, grazie alla rapida espansione dei proventi delle esportazioni, hanno potuto accrescere le quantità importate dell'8%. La maggior parte degli altri paesi non esportatori di petrolio ha invece registrato nel 1986 soltanto una crescita contenuta delle importazioni o è stata costretta da vincoli di bilancia dei pagamenti a ridurre il volume.

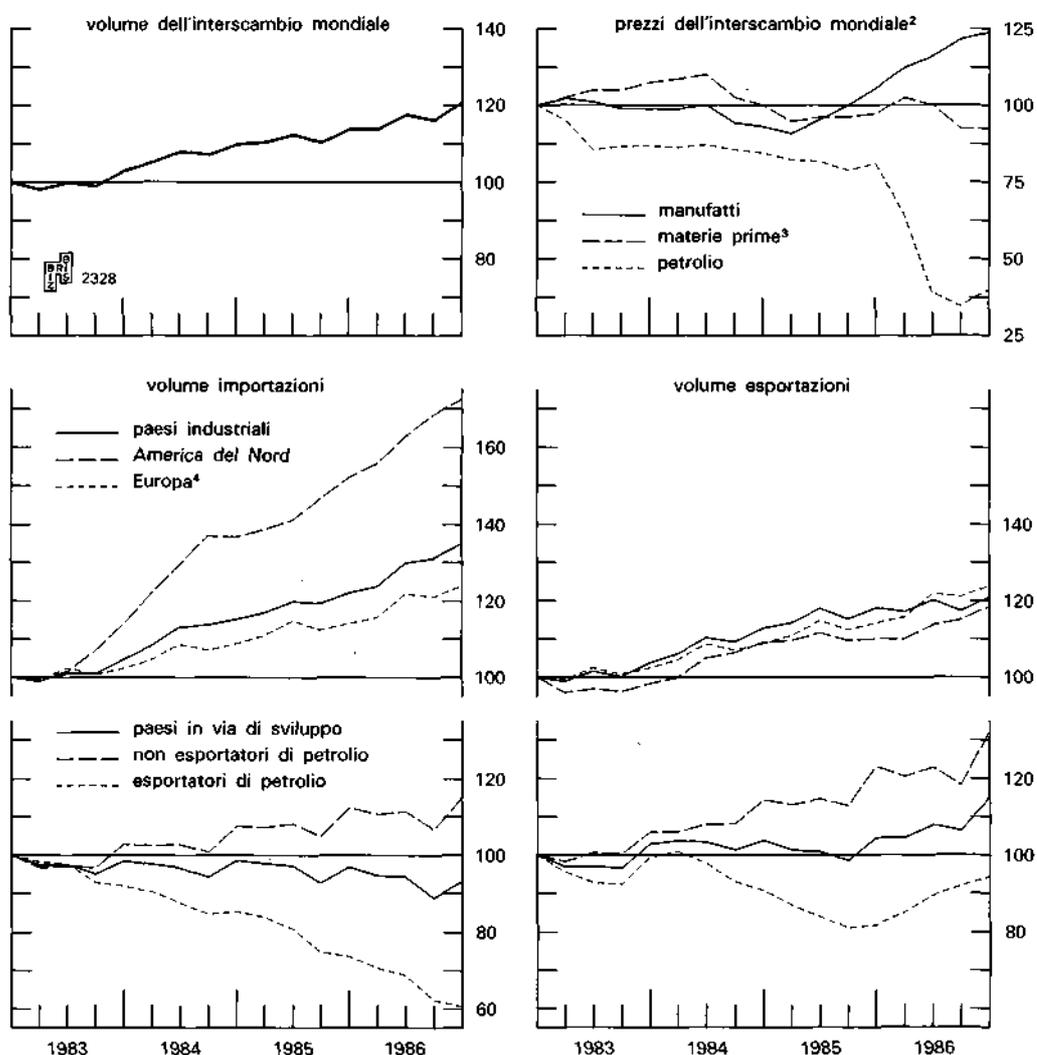
Nei paesi industriali, solo una parte sorprendentemente modesta della crescita delle importazioni si è riflessa in un aumento del volume delle esportazioni, che è infatti rallentato passando da circa il 4,5% del 1985 a solo il 2% nel 1986. Mentre nell'America del Nord il tasso di espansione delle quantità esportate è salito dal 2% nel 1985 al 6% nel 1986, con una considerevole accelerazione in corso d'anno, negli altri paesi industriali esso è sceso dal 5 al 2% soltanto. Questo aumento relativamente modesto delle esportazioni reali aggregate dei paesi industriali rispecchia in parte la caduta della domanda dei paesi esportatori di petrolio.

Oltre a ciò, tuttavia, sembra che nel 1986 una parte crescente della domanda dei paesi industriali di prodotti manufatti esteri, solitamente soddisfatta all'interno del gruppo, si sia rivolta ai produttori dei paesi in via di sviluppo, in particolare a quelli di nuova industrializzazione del Sud-Est asiatico.

Infatti i paesi che l'anno scorso hanno beneficiato maggiormente della forte domanda di importazioni dei paesi industriali sono stati i PVS, il cui volume di esportazioni, dopo il ristagno del 1985, è aumentato del 9%. Tuttavia, queste maggiori quantità hanno riguardato soprattutto due gruppi di paesi in via di sviluppo: le esportazioni reali dei paesi petroliferi, che erano calate del 6% nel 1985, sono cresciute del 10% nel 1986; i paesi esportatori di manufatti (ovvero i PVS per

### Interscambio mondiale; 1983-86<sup>1</sup>

Quarto trimestre 1982 = 100



<sup>1</sup> Dati in quantità; medie mobili non centrate di tre trimestri.

<sup>2</sup> Espressi in dollari USA.

<sup>3</sup> Escluso il petrolio.

<sup>4</sup> Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera.

i quali nel 1980 la quota di manufatti sul totale delle esportazioni era almeno del 50%) hanno potuto espandere le proprie vendite all'estero da circa il 4% nel 1985 a circa il 14% nel 1986; fra questi, i paesi del Sud-Est asiatico hanno registrato aumenti molto superiori alla media.

Le notevoli divergenze nella crescita del volume delle importazioni e delle esportazioni tra i vari gruppi di paesi sono collegate ad andamenti diversificati nell'interscambio delle principali categorie di prodotti. Il volume degli scambi di petrolio e altri minerali, che era sceso nel 1985 di circa l'1%, ha registrato la crescita più accentuata, pari al 7%, interamente dovuta al greggio. L'interscambio di prodotti agricoli è aumentato solo dell'1% ed è rimasto al disotto della crescita media del 4,5% del decennio scorso. Anche se questo ristagno può essere in parte la conseguenza dei raccolti relativamente buoni del 1985-86, che hanno permesso di sostituire importazioni con offerta interna, la debolezza persistente degli scambi di prodotti agricoli negli anni recenti sembra essere collegata principalmente alle misure protezionistiche che isolano molti mercati dalla concorrenza estera. Infine, la crescita del commercio di manufatti è rallentata, in termini di volume, dal 5% nel 1985 a solo il 3% nel 1986. Se si escludono i periodi di grave recessione, si tratta del più basso tasso di crescita in trent'anni. Questo andamento poco soddisfacente deriva non solo dalle politiche di restrizione alle importazioni praticate dai paesi i cui proventi da esportazione si sono ridotti, ma anche, come accennato in precedenza, dagli effetti asimmetrici delle variazioni dei tassi di cambio reali sulle esportazioni dei principali paesi industriali.

Le variazioni nei volumi scambiati delle più importanti categorie di prodotti sono state accompagnate da movimenti dei prezzi decisamente divergenti. Nel 1986 il prezzo del petrolio si è praticamente dimezzato su base media annua, scendendo a volte ben al disotto dei livelli esistenti prima della crisi petrolifera del 1979-80. I prezzi delle materie prime non petrolifere, che erano diminuiti del 10% nel 1985, sono rimasti depressi e, malgrado il calo del dollaro, si sono ridotti ulteriormente dell'1% nel 1986. All'accennata debolezza dei prezzi delle materie prime si è contrapposto un aumento del 18% del valore unitario dei prodotti manufatti, che tuttavia dipende interamente dagli effetti di cambio del deprezzamento del dollaro; il prezzo medio dei manufatti in termini delle monete dei paesi esportatori è infatti leggermente sceso.

Questi movimenti dei prezzi si sono tradotti in modifiche sostanziali delle ragioni di scambio, che hanno fatto sembrare modeste le variazioni nei volumi relativi degli scambi e che, come sarà discusso nel prossimo paragrafo, sono stati i principali fattori determinanti dei cambiamenti nell'interscambio e nei saldi delle partite correnti a livello di singoli paesi e di gruppi di paesi nel 1986.

### **Squilibri esterni senza precedenti nei tre maggiori paesi industriali**

Lo scorso anno lo squilibrio globale delle posizioni sull'estero di Stati Uniti, Giappone e Germania, misurato dalla somma aritmetica dei saldi di parte corrente di questi paesi, si è ampliato di \$80 miliardi, un importo enorme, molto più elevato che in passato. Più dei due terzi dell'aumento derivano dagli avanzi di Giappone e Germania e la parte rimanente da un'ulteriore crescita del disavanzo corrente USA. Mentre il crollo del prezzo del petrolio dello scorso anno ha ampiamente

influenzato la distribuzione delle posizioni correnti fra i principali gruppi di paesi, solo una modesta parte (circa \$ 10 miliardi) dell'aumento nello squilibrio globale delle tre economie maggiori può essere ascritta al più basso prezzo del greggio. Tutti e tre i paesi sono importatori netti di petrolio, ma il saldo relativo a quest'ultimo è migliorato più nettamente in Giappone e Germania che negli Stati Uniti. Il fatto che la parte maggiore dell'ampliamento dello squilibrio sia derivata dagli scambi non petroliferi indica che le variazioni dei tassi di cambio dello scorso anno sulla scia di convergenti pressioni relative della domanda non hanno ancora messo in moto un deciso processo di aggiustamento. Nel passare in rassegna l'evoluzione delle bilance dei pagamenti degli Stati Uniti, del Giappone e della Germania, questo paragrafo si concentrerà in particolare sulle cause del modesto progresso realizzato nell'aggiustamento dei conti con l'estero nel 1986. I saldi delle partite correnti dei singoli paesi e dei gruppi di paesi sono riportati nella tabella di pagina 58.

Nel 1986 il disavanzo corrente degli *Stati Uniti* si è ulteriormente ampliato di \$ 22,9 miliardi, portandosi a \$ 140,6 miliardi, equivalenti a più del 3,5% del PNL. Il peggioramento è interamente imputabile alla bilancia commerciale, mentre il saldo delle partite invisibili non si è modificato significativamente, in quanto la riduzione di \$ 2,5 miliardi nei redditi netti da investimenti è stata più che compensata da lievi miglioramenti in alcune delle altre voci. La moderata contrazione dei redditi netti da capitale è sorprendente alla luce del notevole peggioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero degli Stati Uniti che, divenuta debitoria per \$ 107,4 miliardi alla fine del 1985, si è senz'altro ulteriormente deteriorata nel 1986. Come si può vedere dalla tabella seguente, la ragione principale della lieve entità del calo del totale dei redditi da investimenti nel 1986 è stata che il deprezzamento del dollaro ha comportato, per il secondo anno consecutivo, guadagni di cambio sulla consistenza degli investimenti diretti USA all'estero che hanno, a loro volta, gonfiato i dati sui redditi da essi derivanti. Per contro, il saldo degli altri redditi da investimenti (che risente degli esborsi netti per interessi), divenuto negativo nel 1985, per la prima volta da quando sono disponibili i dati, nel 1986 è peggiorato ulteriormente di \$ 8,7 miliardi.

Stati Uniti: redditi netti da investimenti

Voci	1985	1986				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
in miliardi di dollari USA						
Redditi da investimenti diretti (netti) . . . . .	26,3	32,5	8,1	7,7	7,5	9,2
di cui: guadagni in conto capitale . . . . .	4,3	8,2	1,7	2,3	2,3	1,9
Altri redditi da investimenti (netti) . . . . .	- 1,0	- 9,7	- 1,8	- 2,3	- 2,2	- 3,4
Redditi da investimenti privati (netti) . . . . .	14,8	6,4	2,3	1,9	1,5	0,7
Redditi da investimenti del settore pubblico (netti) . . . . .	-15,8	-16,1	- 4,1	- 4,2	- 3,7	- 4,1
Totale (notificato) . . . . .	25,3	22,8	6,3	5,4	5,3	5,8
Totale (escludendo i guadagni in conto capitale) . . . . .	21,0	14,6	4,6	3,1	3,0	3,9

Nota: il totale può non coincidere con la somma delle singole voci a causa degli arrotondamenti.

L'aumento nel disavanzo mercantile, passato da \$124,4 miliardi nel 1985 a \$147,7 miliardi nel 1986, è avvenuto nonostante i risparmi sugli esborsi per le importazioni di greggio. La fattura petrolifera si è ridotta di \$16,6 miliardi, interamente in conseguenza di una diminuzione dei prezzi all'importazione. Allo stesso tempo il volume delle importazioni di petrolio è aumentato del 25%.

Nel 1986 la bilancia commerciale non petrolifera è peggiorata di \$40 miliardi, raggiungendo un disavanzo record di \$113,8 miliardi. Questo risultato è stato particolarmente deludente per due ragioni. In primo luogo, l'impatto negativo sul saldo commerciale esercitato dalla maggiore pressione della domanda reale interna degli Stati Uniti rispetto al resto del mondo ha iniziato a decrescere nel 1985 ed è praticamente scomparso l'anno scorso. In secondo luogo, nel 1986 è continuato il deprezzamento del dollaro; rispetto al massimo raggiunto nel febbraio 1985, alla fine dello scorso anno il dollaro era diminuito del 30% nei confronti di un "paniere" di monete dei principali paesi industriali. Anche tenendo conto delle monete dei paesi in via di sviluppo, che per la maggior parte sono rimaste ancorate al dollaro oppure si sono deprezzate nei suoi confronti, il calo globale del tasso di cambio effettivo della moneta americana, corretto per le variazioni nei prezzi relativi all'ingrosso, ha raggiunto il 20%. Movimenti nei cambi di questa ampiezza avrebbero dovuto aiutare le imprese americane a recuperare una quota considerevole delle perdite di competitività dei prezzi subite nel periodo di forza del dollaro.

Stati Uniti: componenti delle variazioni del saldo commerciale. Stime<sup>1</sup>

Voci	1985	1986 <sup>2</sup>				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
in miliardi di dollari USA						
Variazioni del saldo commerciale . . . . .	-11,9	-23,3	-11,5	- 5,4	- 5,4	- 1,0
petrolio . . . . .	6,8	16,6	0,4	5,7	4,4	6,1
altri beni . . . . .	-18,7	-40,0	-11,9	-11,2	- 9,8	- 7,1
dovute a variazioni:						
nel volume delle esportazioni . . . . .	3,7	16,5	0,0	3,4	6,0	7,1
nel volume delle importazioni <sup>3</sup> . . . . .	-22,2	-38,7	- 9,7	-10,4	-10,5	- 8,1
nelle ragioni di scambio (escluso il petrolio) . . . . .	- 0,2	-17,8	- 2,2	- 4,2	- 5,3	- 6,1

<sup>1</sup> Sulla base dei dati di bilancia dei pagamenti dell'anno prima; i dati sono destagionalizzati.

<sup>2</sup> Le variazioni trimestrali sono misurate sul trimestre corrispondente.  
<sup>3</sup> Il segno (-) indica un aumento delle importazioni.

Di fronte a questi andamenti della domanda e dei tassi di cambio, è realmente sconcertante che la bilancia commerciale non petrolifera degli Stati Uniti abbia continuato a peggiorare nel 1986, sia in termini nominali che reali. Anche se il considerevole impatto negativo di una riduzione del 7% dei prezzi relativi dell'interscambio - che ha concorso per circa la metà, ossia per \$17,8 miliardi, all'aumento del disavanzo commerciale non petrolifero - non è inconsueto dopo un forte deprezzamento del tasso di cambio nominale, la crescita di \$22,2 miliardi nel volume delle importazioni nette non petrolifere è chiaramente in contrasto con la reazione che ci si sarebbe normalmente attesa da un ampio deprezzamento del tasso di cambio reale.

L'ampliamento del disavanzo commerciale non petrolifero va interamente attribuito agli andamenti dal lato delle importazioni. Nel 1986 le importazioni totali non petrolifere sono salite di \$47,3 miliardi, balzando a \$335,6 miliardi; ciò ha riflesso un'espansione del 12,5%, ovvero di \$38,7 miliardi, nel volume e un aumento del 3,5% nel valore unitario, che ha contribuito per \$8,6 miliardi all'incremento del valore delle importazioni. Giacché soltanto \$22 miliardi circa del maggiore volume di importazioni possono essere attribuiti agli effetti di reddito della crescita del 3,5% della domanda interna USA, la rimanente variazione nelle quantità, pari a circa \$17 miliardi, indica che i produttori USA non sono stati ancora in grado di competere con successo con i fornitori esteri. L'evidente mancata sostituzione di beni importati con beni prodotti all'interno deve essere ascritta, in ampia misura, alla moderata crescita nei prezzi delle importazioni. Gli esportatori negli Stati Uniti si sono astenuti dal rialzare nettamente i prezzi in dollari all'esportazione, o perché — come nel caso dei paesi del Sud-Est asiatico — ciò non era necessario dato che le rispettive monete avevano seguito l'andamento del dollaro, oppure perché — come nel caso dei paesi in cui le monete si erano apprezzate nei confronti del dollaro — i produttori esteri hanno accettato profitti inferiori e hanno aumentato di poco i prezzi all'esportazione in dollari per proteggere le proprie quote sul mercato USA. Inoltre, gli andamenti dei prezzi all'importazione e dei volumi delle diverse categorie merceologiche sono stati molto differenziati in relazione alle condizioni del mercato e all'elasticità della domanda rispetto al prezzo. Ad esempio, gli esportatori di automobili di paesi al di fuori del Canada non solo hanno trasferito sui prezzi una parte considerevole dell'aumento del cambio — il valore unitario delle importazioni di automobili e altri veicoli a motore è cresciuto di oltre il 10% nel 1986 — ma sono anche riusciti ad espandere il volume di vendite del 9%. Per contro, le importazioni di beni strumentali si sono accresciute in volume del 19%, con prezzi praticamente invariati, probabilmente per effetto della serrata concorrenza su questo mercato, non da ultimo da parte dei produttori dei paesi del Sud-Est asiatico. Il forte aumento reale nelle importazioni non petrolifere è continuato per tutto l'anno, anche se si è avuto un moderato rallentamento del tasso di crescita nell'ultimo trimestre del 1986, allorché il volume reale delle importazioni non petrolifere ha superato del 10% quello del corrispondente periodo del 1985, a fronte della crescita media annua del 12,5%. Si deve tuttavia notare che nel secondo e terzo trimestre le quantità importate sono state gonfiate da eccezionali importazioni di oro, poi riesportate in Giappone nei mesi successivi, che hanno fatto aumentare di circa 1,5 punti percentuali il volume di importazioni non petrolifere nel 1986.

Dal lato delle esportazioni l'impatto degli effetti di cambio è stato molto più in linea con le aspettative: l'intero incremento di \$7,3 miliardi nel valore delle esportazioni, passate a \$221,7 miliardi, è attribuibile ad un'espansione in volume, pari a \$16,5 miliardi, che tuttavia è stata in parte compensata da un calo del 3,5% nel valore unitario. L'aumento nelle quantità esportate è dovuto interamente alle vendite di prodotti non agricoli; le esportazioni in volume di prodotti agricoli sono rimaste stazionarie e, principalmente a causa delle condizioni dell'offerta sul mercato mondiale, i prezzi all'esportazione sono scesi, riducendone il valore al livello più basso dal 1977. Per contro, le esportazioni non agricole sono cresciute dell'8,5% a prezzi costanti e, anche escludendo l'insolita riesportazione di oro in Giappone, sono aumentate, in quantità, ad un tasso più che doppio rispetto al ritmo di

espansione del mercato di esportazione degli Stati Uniti. Raffrontato alla modesta crescita di meno del 2% nel 1985, si è trattato di un considerevole miglioramento ma, come indica la riduzione del 3% nei prezzi in dollari delle esportazioni non agricole, gli esportatori statunitensi non hanno avuto molto margine per aumentare i prezzi, nonostante il deprezzamento del dollaro. Come nel caso delle importazioni, la situazione è molto differenziata a seconda dei vari gruppi di beni esportati. Ad esempio, mentre i prezzi all'esportazione dei beni di consumo sono saliti del 2,5%, quelli dei beni di investimento sono stati ridotti di più del 5%. Nel corso dell'anno, l'influsso positivo del cambio sull'andamento delle esportazioni è diventato molto più netto. Nell'ultimo trimestre, il volume delle esportazioni non agricole è stato del 13% superiore al livello dell'anno precedente, mentre la crescita reale su base annua è stata dell'8,5%.

Nel 1986 la debolezza del dollaro sul mercato dei cambi e il restringimento del suo differenziale positivo di tasso di interesse nei confronti delle altre principali monete ne hanno ridotto l'attrattiva come moneta di investimento per i non residenti. Gli afflussi netti di capitali privati negli Stati Uniti, sebbene ancora consistenti, non hanno più coperto l'intero disavanzo corrente, di cui circa un quarto è stato finanziato dal collocamento di riserve ufficiali sul mercato USA da parte delle banche centrali estere. Di conseguenza, lo scorso anno la posizione monetaria ufficiale netta USA è peggiorata di \$ 32,6 miliardi, una cifra che riflette quasi per intero l'aumento nelle passività ufficiali sull'estero. Il finanziamento del disavanzo corrente tramite acquisti ufficiali di dollari sui mercati dei cambi sembra essersi incrementato nettamente nel primo trimestre del 1987.

L'afflusso netto di fondi negli Stati Uniti, pari a \$ 107,9 miliardi nel 1986, è stato originato, così come nel 1985, da tre categorie principali di movimenti di capitali. Quasi due terzi del totale corrispondono ad afflussi netti a titolo di investimenti di portafoglio; la parte rimanente è attribuibile ad afflussi netti attraverso il settore bancario e a fondi non identificati, come indica la discrepanza statistica della bilancia dei pagamenti. Tuttavia, la tabella seguente mostra che le fonti degli afflussi netti di capitali si sono decisamente diversificate nell'ultimo trimestre dell'anno, allorché un consistente aumento negli investimenti diretti dall'estero e nelle importazioni nette di capitali intrasocietari (incluse tra gli altri capitali non bancari) ha parimenti comportato afflussi netti di capitali di notevoli dimensioni.

L'aumentato afflusso netto di capitali da operazioni in titoli, passato da \$ 60,4 miliardi nel 1985 alla cifra senza precedenti di \$ 69,6 miliardi, può essere ricondotto in prevalenza ad un ulteriore incremento negli investimenti in titoli USA non del Tesoro da parte di residenti esteri, i cui acquisti netti si sono accresciuti da \$ 50,9 a 70,7 miliardi (cfr. la tabella a pagina 50). Gli afflussi netti da vendite di obbligazioni a residenti esteri sono aumentati di \$ 7,4 miliardi, raggiungendo \$ 53,4 miliardi; circa i tre quarti di questo importo sono costituiti da euroobbligazioni di nuova emissione di società USA, in parte perché il calo dei tassi di interesse ha continuato a stimolare l'attività di rifinanziamento sul mercato delle euroobbligazioni, ma anche perché la raccolta per le acquisizioni è rimasta sostenuta. Gli afflussi netti da vendite di azioni a residenti esteri si sono più che triplicati lo scorso anno, portandosi ad un totale di \$ 17,3 miliardi, la maggior parte dei quali sono avvenuti nella prima metà del 1986 in presenza di un aumento particolarmente rapido dei corsi azionari. Tuttavia, l'interesse degli investitori esteri per il mercato azionario USA è scemato nell'ultimo trimestre quando, essenzialmente a causa di vendite nette da parte degli investitori

Stati Uniti: bilancia dei movimenti di capitali

Voci	1985	1986				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
in miliardi di dollari USA						
Saldo dei movimenti di capitali . . . . .	123,4	107,9	29,0	21,4	24,4	33,1
Transazioni dell'Amministrazione federale (nette) <sup>1</sup> . . . . .	- 2,3	- 0,9	- 0,1	0,5	- 0,6	- 0,8
Investimenti diretti (netti) <sup>2,3</sup> . . . . .	- 5,2	- 4,5	- 5,7	- 4,4	- 0,1	5,7
Operazioni in titoli (nette) <sup>3</sup> . . . . .	60,4	69,6	18,5	23,0	17,0	11,1
Flussi bancari (netti) . . . . .	39,7	20,1	14,8	- 10,9	10,8	5,4
Altri capitali non bancari <sup>3</sup> . . . . .	7,8	- 3,5	- 7,5	- 0,9	- 0,7	5,6
Errori ed omissioni . . . . .	23,0	27,1	9,1	13,9	- 2,1	6,1
Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta . . . . .	- 5,7	32,6	2,1	14,0	14,8	1,7
di cui: passività nei confronti delle istituzioni monetarie ufficiali estere . . . . .	- 1,8	32,3	2,2	14,0	14,5	1,6
Per memoria:						
Saldo delle partite correnti . . . . .	-117,7	-140,6	- 31,0	- 35,5	- 39,2	- 34,9

Nota: il segno (-) indica un deflusso di capitali; il totale può non coincidere con la somma delle singole voci a causa degli arrotondamenti.

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

europei, le transazioni in titoli hanno mostrato un saldo passivo di \$0,3 miliardi. Nel complesso dell'anno, i maggiori acquisti netti di obbligazioni e azioni sono attribuibili principalmente alla perdurante domanda di tali attività da parte degli investitori giapponesi, le cui acquisizioni spiegano direttamente circa il 40% dell'aumento nelle vendite di titoli di emittenti diversi dal Tesoro USA a investitori esteri. Per contro, gli investimenti dei residenti esteri in titoli del Tesoro USA sono scesi a \$9,3 miliardi, meno della metà del livello registrato nel 1985. Questa diminuzione pare derivare interamente dal mutato atteggiamento degli investitori giapponesi: nel 1986 si può attribuire ai residenti giapponesi meno di un quinto del totale degli acquisti netti di titoli del Tesoro USA, rispetto ad una quota dell'85% nel 1985. I deflussi di fondi dovuti ad acquisizioni nette di titoli esteri da parte dei residenti USA nel 1986 sono scesi a \$4,8 miliardi. Dopo la metà dell'anno gli investitori USA hanno iniziato ad effettuare vendite nette di azioni estere, soprattutto azioni giapponesi, in parte forse perché le ritenevano sopravvalutate rispetto alla remuneratività attesa, ma anche per realizzare cospicui guadagni netti sulle variazioni dei cambi. Infine, nel 1986 è continuata la liquidazione di posizioni fra le società USA e le loro affiliate finanziarie nelle Antille Olandesi, comportando deflussi netti di \$5,6 miliardi, dovuti principalmente al rimborso di precedenti prestiti in euroobbligazioni.

Nel 1986 gli afflussi netti di capitali negli Stati Uniti attraverso il settore bancario, discussi in maggior dettaglio nel Capitolo V, si sono praticamente dimezzati, scendendo a \$20,1 miliardi. Le passività sull'estero sono aumentate di \$77,4 miliardi, ossia di un importo quasi doppio rispetto a quello registrato nel 1985; tuttavia l'anno scorso le attività sull'estero, che erano rimaste pressoché invariate nel 1985, sono salite di ben \$57,3 miliardi. Le variazioni sia nelle attività che nelle passività del bilancio delle banche sono dovute prevalentemente alle

Stati Uniti: operazioni internazionali in titoli

Voci	1985	1986				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
in miliardi di dollari USA						
Totale dei flussi di titoli (netti) . . . . .	60,4	69,6	18,5	23,0	17,0	11,1
Titoli esteri . . . . .	- 8,0	- 4,8	- 6,1	- 1,7	0,3	2,7
Azioni . . . . .	- 4,0	- 1,6	- 2,1	- 2,2	1,0	1,7
Obbligazioni . . . . .	- 4,0	- 3,2	- 4,0	0,5	- 0,7	1,0
Titoli del Tesoro USA . . . . .	20,5	9,3	7,7	3,8	0,5	- 2,7
Buoni e certificati . . . . .	- 0,9	- 1,3	1,2	- 0,2	- 1,5	- 0,8
Obbligazioni . . . . .	21,4	10,6	6,4	4,0	2,1	- 1,9
Altri titoli USA . . . . .	50,9	70,7	18,7	23,0	17,2	11,8
Azioni . . . . .	4,9	17,3	6,1	7,0	4,5	- 0,3
Obbligazioni . . . . .	46,0	53,4	12,6	16,0	12,7	12,1
Altri flussi collegati ai titoli* . . . . .	- 3,0	- 5,6	- 1,8	- 2,1	- 1,0	- 0,7

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

\*Transazioni fra le imprese USA e le società finanziarie consociate delle Antille Olandesi.

operazioni delle banche a capitale estero operanti negli Stati Uniti; infatti, circa l'80% degli afflussi bancari negli Stati Uniti dello scorso anno è ascrivibile alle operazioni internazionali di filiali e filiazioni statunitensi di banche estere, prevalentemente sul mercato interbancario.

In *Giappone* nel 1986 l'avanzo corrente è cresciuto di \$36,6 miliardi, passando a \$85,8 miliardi, ovvero a quasi il 4,5% del PNL. Questo risultato è interamente dovuto ad una fortissima espansione delle esportazioni nette; il tradizionale disavanzo delle partite invisibili è rimasto praticamente invariato a \$7 miliardi, in quanto i più elevati introiti netti sui redditi da capitale sono stati compensati da una maggiore spesa netta per turismo. Circa la metà dell'aumento dell'attivo commerciale, passato da \$56 miliardi nel 1985 a \$92,8 miliardi nel 1986, è attribuibile ad un risparmio negli esborsi per le importazioni di energia che, grazie ad un calo del 36% nei prezzi all'importazione, sono diminuiti di \$18,9 miliardi, nonostante una crescita del 3,5% delle quantità importate. L'incremento di \$17,7 miliardi nell'avanzo commerciale non energetico è stato il risultato di andamenti decisamente contrastanti nei prezzi relativi dell'interscambio e nei volumi: un guadagno di \$32,4 miliardi, derivante dal miglioramento delle ragioni di scambio del 16%, è stato dimezzato da un calo di \$14,7 miliardi nell'attivo commerciale non petrolifero a prezzi costanti.

Questo considerevole miglioramento delle ragioni di scambio per i prodotti diversi dalle fonti di energia è dovuto in ampia misura all'aumento di valore dello yen, che nel 1986 si è apprezzato in media del 30% su base effettiva e addirittura del 41,5% nei confronti del dollaro. I valori unitari delle esportazioni in termini di dollari sono aumentati del 21%, mentre quelli delle importazioni non energetiche sono cresciuti soltanto del 4%. Tuttavia, dato l'apprezzamento dello yen, la variazione nei valori unitari in dollari delle esportazioni implica che soltanto la metà circa dell'incremento della quotazione dello yen è stata trasferita sui prezzi all'esportazione. La parte rimanente è stata assorbita dai profitti, in quanto gli esportatori giapponesi si sono sforzati di limitare la perdita di quote di mercato.

L'impatto sui profitti, tuttavia, è stato attenuato dal notevole calo dei prezzi all'importazione in yen, scesi quasi nella stessa misura in cui lo yen si è apprezzato.

La diversità negli andamenti dei prezzi all'esportazione e all'importazione ha prodotto evoluzioni divergenti nei volumi dell'interscambio. L'effetto di prezzo è stato molto più forte dal lato delle importazioni; si è avuta infatti un'accelerazione dal 2,5% nel 1985 al 17% nel 1986 nella crescita in volume delle importazioni non energetiche e dal 2 al 24% di quella dei manufatti importati. Queste cifre, tuttavia, sono state influenzate in misura considerevole dalle eccezionali importazioni di oro per l'emissione della moneta commemorativa di Hirohito, che si stima abbiano fatto aumentare la crescita reale delle importazioni non energetiche e di manufatti rispettivamente di 4,5 e 7 punti percentuali. Nondimeno, la sostenutezza delle importazioni reali a fronte di una crescita della domanda interna pressoché invariata sembrerebbe indicare che il rapido apprezzamento dello yen nel 1986 ha avuto un effetto considerevole sulla propensione ad importare.

Giappone: componenti delle variazioni del saldo commerciale. Stime<sup>1</sup>

Voci	1985	1986 <sup>2</sup>				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
In miliardi di dollari USA						
Variazioni del saldo commerciale . . . . .	12,5	36,6	6,5	10,1	11,9	8,1
fonti di energia . . . . .	4,5	18,9	0,8	5,4	5,9	6,8
altri beni . . . . .	8,0	17,7	5,7	4,7	6,0	1,4
dovute a variazioni:						
nel volume delle esportazioni . . . . .	6,2	- 2,3	- 0,9	- 0,5	- 0,1	- 0,8
nel volume delle importazioni <sup>3</sup> . . . . .	- 1,8	-12,4	- 0,3	- 3,9	- 3,7	- 4,5
nelle ragioni di scambio (escluse le fonti di energia) . . . . .	3,6	32,4	6,9	9,0	9,8	6,7

<sup>1</sup> Sulla base dei dati doganali. <sup>2</sup> Le variazioni trimestrali sono misurate sul trimestre corrispondente dell'anno prima.

<sup>3</sup> Il segno (-) indica un aumento delle importazioni in volume.

Sul fronte delle esportazioni, sembra aver avuto un parziale successo il tentativo di difendere le quote di mercato attraverso il contenimento dei prezzi. Il volume delle esportazioni è diminuito di meno dell'1,5%, rispetto ad un aumento del 4% nell'anno precedente. Da un lato, le esportazioni verso paesi con vincoli di bilancia dei pagamenti - quali Cina, URSS, i paesi esportatori di petrolio e gli altri PVS non asiatici - sono diminuite notevolmente nel 1986. Per contro, le esportazioni sul mercato USA - dove è probabile che gli esportatori giapponesi abbiano fatto le più ampie concessioni di prezzo - hanno continuato ad aumentare, anche se molto meno rispetto all'incremento del volume complessivo delle importazioni non petrolifere degli Stati Uniti (12,5%). Contemporaneamente, gli esportatori giapponesi hanno conseguito progressi significativi sui mercati dell'Europa occidentale. Si stima che nel 1986 il volume delle vendite sia aumentato di circa il 20%, il che indica che l'apprezzamento relativamente modesto dello yen nei confronti delle monete di questi paesi - nel 1986 lo yen è aumentato in media del 9% nei confronti dell'ECU - non ha danneggiato gli esportatori giapponesi su tali mercati.

Nel 1986 si è registrato un ulteriore considerevole aumento, pari a \$21,5 miliardi, nei deflussi netti di capitali (inclusi gli errori ed omissioni) dal Giappone, che tuttavia è stato inferiore all'ampliamento dell'avanzo corrente. La posizione monetaria ufficiale netta, depurata degli effetti di cambio, si è rafforzata di \$13,7 miliardi, il miglioramento più ampio dal 1978.

Giappone: bilancia dei movimenti di capitali

Voci	1985	1986				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
in miliardi di dollari USA						
Saldo dei movimenti di capitali . . . . .	-54,6	- 74,6	-13,1	-20,2	-20,4	-20,9
Capitali a lungo termine (netti) . . . . .	-64,5	-131,5	-19,0	-28,9	-38,4	-45,2
Operazioni in titoli . . . . .	-43,1	-101,4	-13,6	-22,9	-31,0	-33,9
Titoli esteri . . . . .	-59,8	-102,0	-19,6	-26,6	-28,6	-27,2
Titoli sull'interno . . . . .	16,7	0,6	6,0	3,7	- 2,4	- 6,7
Investimenti diretti (netti) . . . . .	- 5,9	- 14,3	- 2,3	- 2,4	- 3,5	- 6,1
Altri capitali a lungo termine (netti) . . . . .	-15,5	- 15,8	- 3,1	- 3,6	- 3,9	- 5,2
Capitali a breve termine (netti) . . . . .	9,9	56,9	5,9	8,7	18,0	24,3
Flussi bancari (netti) . . . . .	10,8	58,5	7,0	10,2	16,5	24,8
Altri flussi a breve (netti) . . . . .	- 0,9	- 1,6	- 1,1	- 1,5	1,5	- 0,5
Errori ed omissioni . . . . .	4,0	2,5	1,7	2,6	2,5	- 4,4
Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta (= miglioramento) . . . . .	1,4	- 13,7	- 1,3	- 5,5	- 6,5	- 0,4

Nota: il segno (-) indica un deflusso di capitali; il totale può non coincidere con la somma delle singole voci a causa degli arrotondamenti.

Lo scorso anno si è ulteriormente accentuato il contrasto tra i massicci deflussi netti di fondi a lungo termine e gli afflussi netti di capitali a breve, che ha contrassegnato la bilancia in conto capitale del Giappone a partire dal 1984. I deflussi netti di fondi a lunga scadenza sono cresciuti di ben \$67 miliardi, raggiungendo \$131,5 miliardi. Come nei due anni precedenti, la quota di gran lunga maggiore, pari all'enorme importo di \$102 miliardi, è costituita da investimenti in titoli esteri, di cui \$93 miliardi in obbligazioni. Si ritiene che la maggior parte di queste obbligazioni sia denominata in dollari, sebbene vi siano indicazioni che negli ultimi mesi dell'anno gli investitori giapponesi abbiano cominciato a spostarsi verso obbligazioni non in dollari. La preminenza delle prime può essere in parte collegata ad aspettative di guadagni in conto capitale dovute alla diminuzione dei tassi di interesse USA; tuttavia, la generale debolezza del dollaro e l'ulteriore restringimento dei differenziali di interesse a suo favore nel 1986 sembrerebbero indicare che la persistente sostenutezza della domanda di obbligazioni ha continuato ad essere motivata principalmente da un desiderio di diversificazione del portafoglio. Invero, nel 1986 questo processo è stato ancora accentuato dalla decisione delle autorità di vigilanza di allentare ulteriormente le limitazioni agli investimenti in titoli esteri delle compagnie di assicurazione e delle banche fiduciarie. Tali limiti sono stati elevati in due riprese e dall'agosto 1986 si situano al 30%. Un secondo fattore sembra esser stato il tentativo da parte delle banche giapponesi di sfruttare il

differenziale fra i tassi di interesse a breve termine sul dollaro e i rendimenti sulle obbligazioni in dollari, mutuando fondi a breve sull'euromercato e investendoli in queste ultime. Infatti, i dati di bilancio indicano che nel 1986 entrambi i fattori hanno avuto un ruolo significativo: le compagnie di assicurazione e le banche fiduciarie sembrano aver piú che raddoppiato gli investimenti in titoli esteri, e le banche commerciali paiono aver aumentato i loro acquisti di circa il 50%. Tuttavia, malgrado la prevalenza dei deflussi di capitale a lunga scadenza per collocamenti in obbligazioni in monete estere, l'anno scorso il comportamento degli investitori giapponesi si è ulteriormente diversificato sotto due aspetti. In primo luogo, gli acquisti di azioni estere sono saliti a \$7 miliardi, un importo superiore al totale cumulativo degli acquisti netti di questi titoli nel decennio precedente. In secondo luogo, si sono registrati anche ingenti deflussi sotto forma di investimenti diretti, i quali sono aumentati di due volte e mezzo nel 1986, passando a \$14,3 miliardi.

I maggiori deflussi netti a lungo termine sono stati accompagnati da un enorme incremento, da \$9,9 miliardi nel 1985 a \$56,9 miliardi, negli afflussi netti di capitali a breve. Praticamente tutto l'aumento è costituito da fondi bancari, dovuti in parte — come già menzionato — al finanziamento di acquisti di obbligazioni, nonché alla raccolta di fondi a breve usati per *swaps* di valute e di tassi di interesse allo scopo di ottenere finanziamenti in yen a tasso fisso.

Nel 1986 l'avanzo delle partite correnti della *Germania* si è piú che raddoppiato rispetto al 1985, passando da \$15,8 miliardi a \$35,7 miliardi. Dopo un massimo nel terzo trimestre, l'attivo trimestrale stagionalizzato è sceso di quasi \$2 miliardi negli ultimi tre mesi, ma ad un livello di \$9 miliardi era ancora superiore alla media trimestrale dell'intero anno. Il marcato aumento dell'eccedenza corrente è interamente attribuibile ad un incremento nelle esportazioni nette di beni, mentre il tradizionale disavanzo delle partite invisibili si è ampliato di \$7 miliardi, raggiungendo \$19 miliardi, in parte come conseguenza di maggiori esborsi per turismo. Inoltre, nonostante la crescita delle attività nette sull'estero della Germania, i redditi netti da investimenti sono scesi di \$2 miliardi: mentre la migliorata redditività delle imprese tedesche ha comportato il pagamento di dividendi considerevolmente piú alti a non residenti, i piú bassi tassi di interesse hanno ridotto il reddito che deriva ai residenti da investimenti in valuta estera.

L'aumento di \$26,9 miliardi nell'avanzo commerciale, che ha raggiunto la cifra record di \$54,7 miliardi, può essere interamente ricondotto all'evoluzione dei prezzi. I dati doganali indicano che all'incirca un terzo dell'aumento nelle esportazioni nette è dovuto ad una contrazione di \$8 miliardi della fattura petrolifera, in quanto a fronte della crescita del 7,5% nel volume delle importazioni di petrolio e prodotti derivati vi è stato un calo di ben il 40% nei loro prezzi in dollari. Un aspetto piú importante è che anche l'incremento nel saldo commerciale non petrolifero, pari a \$19 miliardi, è interamente attribuibile a fattori di prezzo: il miglioramento del 6% nelle ragioni di scambio non petrolifere ha fatto crescere l'avanzo nominale di \$23,6 miliardi, di cui solo una parte relativamente modesta è stata compensata da un peggioramento di \$4,6 miliardi del saldo commerciale non petrolifero in termini di volume.

Mentre il calo nelle esportazioni reali nette ha rappresentato una prima indicazione della tendenza verso un maggiore equilibrio nei conti con l'estero della Germania, diversi fattori sembrerebbero suggerire che nel 1986 il processo di

Germania: componenti delle variazioni del saldo commerciale. Stime<sup>1</sup>

Voci	1985	1986 <sup>2</sup>				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
in miliardi di dollari USA						
Variazioni del saldo commerciale . . . . .	6,7	27,0	5,5	6,4	8,0	7,1
petrolio . . . . .	0,2	8,0	0,5	1,5	3,2	2,8
altri beni . . . . .	6,5	19,0	5,0	4,9	4,8	4,3
dovute a variazioni: . . . . .	4,5	- 4,6	- 0,6	- 1,2	- 1,1	- 1,7
nel volume delle esportazioni . . . . .	10,0	2,7	- 0,3	2,1	0,4	0,5
nel volume delle importazioni <sup>3</sup> . . . . .	- 5,5	- 7,3	- 0,3	- 3,3	- 1,5	- 2,2
nelle ragioni di scambio (escluso il petrolio) . . . . .	2,0	23,6	5,6	6,1	5,9	6,0

<sup>1</sup> Sulla base dei dati doganali.   <sup>2</sup> Le variazioni trimestrali sono misurate sul trimestre corrispondente dell'anno prima.  
<sup>3</sup> Il segno (-) indica un aumento delle importazioni in volume.

aggiustamento non ha acquisito la consistenza necessaria. Il rallentamento della crescita del volume di esportazioni dal 6% nel 1985 a meno dell'1,5% nel 1986, di per sé notevole se si considera l'aumento del 4,5% del commercio mondiale in termini reali, sembra peraltro dovuto più alla distribuzione geografica dell'interscambio della Germania e all'ampia quota delle esportazioni di beni di investimento che non alla perdita di competitività seguita all'apprezzamento del 10% del cambio effettivo reale del marco. Infatti, la maggior parte della contrazione delle quantità esportate deriva dai drastici tagli nelle importazioni da parte dei paesi esportatori di petrolio, degli altri PVS e dei paesi dell'Europa orientale. Tutti questi paesi, che hanno un'elevata propensione ad importare beni capitali, sono stati condizionati dal vincolo estero. Per contro, si stima che le esportazioni tedesche verso gli altri paesi industriali siano aumentate di più del 3% in volume. La maggior parte di questi incrementi nelle quantità si è avuta nella prima parte del 1986, mentre dopo metà anno le esportazioni reali sono entrate in una fase di stasi. Gli esportatori tedeschi hanno innalzato i propri prezzi del 31% in termini di dollari, ossia pressappoco in linea con l'apprezzamento medio annuo del marco tedesco rispetto al dollaro (35,5% nel 1986), ma l'invarianza dei prezzi all'esportazione in marchi è stata certamente anche un riflesso della relativa stabilità del marco nei confronti della maggior parte delle monete europee.

Per quel che riguarda le importazioni, gli aggiustamenti delle quantità alle variazioni di cambio paiono essere stati ancora più lenti: la crescita delle importazioni reali non petrolifere è salita dal 4,5% nel 1985 al 5,5% nel 1986. Tuttavia, la maggior parte di questa espansione deve essere ascritta alla forte domanda interna e, nonostante un calo del 9% nei prezzi all'importazione dei prodotti non petroliferi espressi in marchi, non sembra che i produttori esteri abbiano migliorato sensibilmente le proprie posizioni sul mercato tedesco.

Oltre all'avanzo di \$35,7 miliardi nelle partite correnti, la Germania ha registrato nel 1986 un afflusso netto di capitali a lungo termine senza precedenti, pari a \$17,2 miliardi. Ma il totale di queste due eccedenze è stato quasi interamente pareggiato da un ingente deflusso netto di capitali a breve (inclusi errori ed omissioni) di \$49,8 miliardi; la posizione monetaria ufficiale netta della Germania, depurata degli effetti di cambio, è quindi migliorata soltanto di \$3,1 miliardi.

Germania: bilancia dei movimenti di capitali

Voci	1985	1986				
		anno	primo trimestre	secondo trimestre	terzo trimestre	quarto trimestre
in miliardi di dollari USA						
Saldo dei movimenti di capitali identificati (netti) . . . . .	-17,5	-29,9	- 4,6	-12,1	- 3,6	- 9,6
Capitali a lungo termine (netti) . . . . .	- 3,4	17,2	9,0	- 0,2	4,8	3,6
Operazioni in titoli . . . . .	3,5	24,1	9,1	1,2	6,1	7,7
Titoli esteri . . . . .	-11,1	- 9,7	- 1,8	- 5,2	- 1,3	- 1,4
Titoli sull'interno . . . . .	14,6	33,8	10,9	6,4	7,4	9,1
Investimenti diretti (netti) . . . . .	- 4,3	- 6,4	0,0	- 1,2	- 1,4	- 3,8
Flussi bancari (netti) . . . . .	0,8	4,7	0,6	1,3	1,4	1,3
Altri flussi a lungo termine (netti) . . . . .	- 3,4	- 5,1	- 0,7	- 1,5	- 1,3	- 1,6
Capitali a breve termine <sup>1</sup> . . . . .	-14,1	-47,1	-13,6	-11,9	- 8,4	-13,2
di cui:						
flussi bancari (netti) . . . . .	-10,0	-27,8	- 3,3	- 6,0	- 5,8	-12,7
flussi non bancari (netti) <sup>2</sup> . . . . .	- 4,3	-18,8	- 9,7	- 6,2	- 2,3	- 0,7

Nota: il segno (-) indica un deflusso di capitali; il totale può essere diverso dalla somma delle singole voci a causa degli arrotondamenti.

<sup>1</sup> Inclusive le transazioni del settore pubblico.   <sup>2</sup> Escluse le transazioni del settore pubblico.

L'aspetto saliente dei movimenti di capitali a lungo termine è stato il marcato incremento degli afflussi netti di portafoglio, passati da \$3,5 miliardi nel 1985 a \$24,1 miliardi nel 1986, di cui la maggior parte ha riflesso la domanda di titoli in marchi tedeschi da parte di non residenti. Nel 1986 gli investimenti esteri in obbligazioni tedesche si sono pressoché triplicati, raggiungendo \$27 miliardi, e gli acquisti di azioni e di quote-parti dei fondi di investimento sono quasi raddoppiati, passando a \$6,8 miliardi. Il forte interesse per i titoli in marchi tedeschi è collegabile in particolare a due fattori. In primo luogo, gli investitori si aspettavano evidentemente che i guadagni di cambio avrebbero più che compensato lo svantaggio, in termini di tasso di interesse, degli investimenti in marchi, che è in realtà diminuito a seguito della riduzione nel differenziale di interesse a lungo termine a favore del dollaro, da più di 3 punti percentuali nel primo trimestre a meno di 2 punti nell'ultimo trimestre del 1986. In secondo luogo, la curva dei rendimenti degli strumenti finanziari in marchi ha mantenuto un'inclinazione positiva alquanto marcata durante tutto l'anno, rendendo conveniente la raccolta di fondi in euromarchi a breve per reinvestirli in titoli denominati in marchi a più elevato rendimento.

L'enorme deflusso netto di capitali a breve è dovuto ad esportazioni di fondi senza precedenti dai settori bancario e non bancario. L'aumento nei deflussi bancari netti, passati a \$27,8 miliardi nel 1986, è interamente attribuibile ad un'espansione nelle attività; per circa l'80% esso è rappresentato da attività a breve in marchi sulle banche dell'euromercato, che hanno mutuato fondi per compensare i prelievi di disponibilità usate per acquisire titoli in marchi o, in certi periodi, per interventi nell'ambito dello SME. L'espansione dei deflussi netti non bancari, che hanno raggiunto \$18,8 miliardi nel 1986, è per lo più dovuta a transazioni con banche estere. L'elevato grado di liquidità nel settore delle imprese in Germania e l'esistenza di condizioni particolarmente attraenti sembrano aver indotto il settore non bancario a piazzare i propri fondi a breve presso le eurobanche.

*Perché l'aggiustamento degli squilibri esterni nei tre maggiori paesi industriali non è stato più ampio?* Il paragrafo precedente ha mostrato che l'aumento negli squilibri esterni di questi paesi è derivato soprattutto da ampie variazioni nei prezzi relativi dell'interscambio di beni diversi dal petrolio, che hanno decisamente accresciuto gli avanzi correnti di Giappone e Germania e hanno contribuito all'ampliamento del disavanzo USA. Tuttavia, piuttosto che indicare una mancanza di aggiustamento, questi effetti di prezzo vanno in realtà considerati come un primo passo in questa direzione. Le variazioni dei cambi tendono ad influenzare subito i prezzi dei beni scambiati, mentre inducono reazioni correttive nelle quantità solo con notevoli ritardi. Il cosiddetto effetto di curva a J – aumento delle eccedenze nei paesi con monete in apprezzamento e del disavanzo nei paesi con monete in deprezzamento – è stato palese in Giappone e Germania. Negli Stati Uniti, per contro, tale effetto è stato meno accentuato, in quanto i produttori esteri, disposti ad accollarsi una parte delle perdite di cambio sotto forma di minori profitti, hanno limitato gli aumenti dei prezzi delle loro esportazioni sul mercato statunitense. Ciò ha mitigato le conseguenze sfavorevoli delle ragioni di scambio sul saldo commerciale USA, ma ha anche, senza dubbio, ritardato l'auspicata reazione nelle quantità, costituendo una delle ragioni dell'ulteriore peggioramento nel passivo commerciale reale degli Stati Uniti. Inoltre, anche il fatto che i produttori dei paesi le cui monete non si sono rafforzate rispetto al dollaro siano riusciti in una certa misura a sostituire i produttori dei paesi con monete in apprezzamento ha ostacolato il processo di aggiustamento del saldo commerciale americano – pur agendo in senso sfavorevole sull'eccedenza del Giappone, dove la concorrenza dei paesi del Sud-Est asiatico ha impedito la crescita delle esportazioni.

Il tasso di cambio è un importante strumento di aggiustamento, ma la sua efficacia dipende in modo sostanziale dal sostegno della politica economica per due aspetti tra loro collegati. In primo luogo, dato che le pressioni relative della domanda esercitano effetti di reddito significativi sui saldi commerciali, la convergenza della crescita della domanda interna nei principali paesi industriali nel 1986 ha eliminato uno dei fattori che in passato avevano acuito gli squilibri esterni. Tuttavia, come osservato nel Capitolo II, non vi è stato un cambiamento delle pressioni relative della domanda tale da favorire il riequilibrio esterno nelle tre economie. In secondo luogo, un aggiustamento permanente necessita una riduzione nel divario fra il risparmio e l'investimento interno. Di per sé, le variazioni nei rapporti di scambio sono tutt'al più in grado di esercitare un impatto diretto relativamente modesto sul livello del risparmio e dell'investimento interno; se si vuole progredire più rapidamente verso l'equilibrio esterno, è necessaria un'azione diretta più vigorosa in questo campo di quella osservata lo scorso anno.

Infine, anche se i volumi dell'interscambio cominciano ora a reagire con maggior forza che nel 1986, l'ampiezza degli attuali squilibri commerciali è tale da richiedere un periodo piuttosto prolungato di crescita differenziale nelle importazioni e nelle esportazioni prima che la correzione degli squilibri esterni divenga più evidente. Basti osservare che per impedire un ulteriore peggioramento del disavanzo commerciale USA le esportazioni dovrebbero espandersi ad un tasso almeno una volta e mezzo più elevato di quello delle importazioni; in altri termini, per far scomparire il passivo commerciale USA nell'arco di cinque anni, la crescita annua delle esportazioni dovrebbe sopravanzare quella delle importazioni di ben undici punti percentuali.

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

Fra gli altri paesi del Gruppo dei Dieci, nel 1986 i cinque paesi importatori netti di energia – Italia, Francia, Belgio, Svezia e Svizzera – hanno registrato miglioramenti nelle posizioni delle partite correnti. In generale, tutti questi paesi hanno tratto profitto dagli andamenti favorevoli delle ragioni di scambio, in gran parte grazie ai piú bassi prezzi del petrolio, ma in certa misura anche all'aumento del tasso di cambio effettivo delle rispettive monete. L'apprezzamento ha fondamentalmente riflesso il ribasso del dollaro, mentre i cambi incrociati bilaterali fra le monete di questi paesi, nel complesso, sono cambiati relativamente poco. Gli effetti favorevoli del miglioramento delle ragioni di scambio sono stati, tuttavia, attenuati in varia misura dal peggioramento nei saldi commerciali reali. Le divergenze nella crescita in volume delle importazioni e delle esportazioni sono state in parte collegate ai movimenti nei tassi di cambio effettivi reali; oltre a ciò la minor domanda da parte dei PVS con vincoli di bilancia dei pagamenti ha contribuito al rallentamento nella crescita delle esportazioni reali, mentre l'espansione delle importazioni reali si è accelerata in generale, anche se a ritmi diversi, in risposta agli sviluppi della domanda interna (si veda il Capitolo II).

Il miglioramento piú ampio, pari a \$ 8,1 miliardi, è stato registrato in *Italia*, dove gli effetti di un incremento dell'11,5% delle ragioni di scambio sono stati solo leggermente attenuati da un peggioramento nel saldo commerciale reale. La maggior parte del rafforzamento della posizione italiana si è prodotta nella seconda metà dell'anno, quando l'avanzo delle partite correnti raggiungeva un livello, su base annua destagionalizzata di oltre \$ 11 miliardi. La *Francia* ha tratto vantaggio da un miglioramento delle ragioni di scambio simile a quello dell'Italia; tuttavia, in presenza di un ristagno delle esportazioni e di un aumento di circa il 9% delle importazioni in volume, il saldo corrente è migliorato soltanto di \$ 4 miliardi. Poiché né il tasso di cambio né i fattori di domanda paiono spiegare del tutto il peggioramento nel saldo commerciale reale nel 1986, i risultati commerciali relativamente modesti ottenuti dalla Francia sembrano mettere in rilievo una debolezza strutturale in alcuni settori industriali. Miglioramenti delle ragioni di scambio di circa il 9% accompagnati da un peggioramento meno marcato nei saldi commerciali reali sono state le principali ragioni del rafforzamento di \$ 2,8, 2,3 e 2 miliardi, rispettivamente, nelle posizioni correnti dell'*Unione economica belgo-lussemburghese*, della *Svizzera* e della *Svezia*.

Gli altri tre paesi del Gruppo dei Dieci, che sono tutti esportatori netti di energia, hanno registrato un peggioramento del saldo corrente, peraltro solo in parte collegato al calo dei prezzi del petrolio. In *Canada* il disavanzo corrente è salito ad un livello senza precedenti di \$ 6,3 miliardi. Un terzo del peggioramento ha riflesso una diminuzione di \$ 2 miliardi negli introiti da esportazioni nette di greggio, prodotti petroliferi e gas naturale, in buona parte come conseguenza del calo dei prezzi, ma anche per il forte aumento nel volume delle importazioni di petrolio nel 1986. Oltre a ciò, l'attivo commerciale non petrolifero è sceso di \$ 3,5 miliardi, in parte a causa di un peggioramento del 3% delle ragioni di scambio e in parte per il persistere di condizioni di domanda interna relativamente sostenute per la maggior parte del 1986. Nel *Regno Unito* il saldo delle partite correnti è passato in disavanzo, registrando un passivo di \$ 1,6 miliardi, il primo dal 1979, nonostante un aumento di \$ 3,8 miliardi nell'eccedenza delle partite invisibili. Il deficit commerciale

**Saldi delle partite correnti**

Paesi ed aree	Saldo commerciale (f.o.b.)			Saldo delle partite invisibili			Saldo dalle partite correnti		
	1984	1985	1986	1984	1985	1986	1984	1985	1986
	in miliardi di dollari USA								
Canada . . . . .	16,0	12,8	7,3	-13,5	-13,2	-13,6	2,5	- 0,4	- 6,3
Francia . . . . .	- 4,7	- 5,3	- 2,1	3,7	5,1	5,9	- 1,0	- 0,2	3,8
Germania . . . . .	21,1	27,8	54,7	-13,0	-12,0	-19,0	8,1	15,8	35,7
Giappone . . . . .	44,3	56,0	92,8	- 9,3	- 6,8	- 7,0	35,0	49,2	85,8
Italia . . . . .	- 5,8	- 6,2	3,9	3,4	2,7	0,7	- 2,4	- 3,5	4,6
Paesi Bassi . . . . .	5,5	5,3	7,0	- 0,3	- 0,0	- 2,2	5,2	5,3	4,8
Regno Unito . . . . .	- 5,7	- 2,7	-12,1	7,5	6,7	10,5	1,8	4,0	- 1,6
Stati Uniti . . . . .	-112,5	-124,4	-147,7	6,0	6,7	7,1	-106,5	-117,7	-140,6
Svezia . . . . .	3,5	2,5	5,3	- 3,1	- 3,7	- 4,5	0,4	- 1,2	0,8
Svizzera . . . . .	- 3,6	- 3,2	- 3,5	8,0	8,4	11,0	4,4	5,2	7,5
UEBL <sup>1</sup> . . . . .	- 1,2	- 0,5	0,5	1,1	1,1	2,9	- 0,1	0,6	3,4
<i>Paesi del Gruppo dei Dieci . . . . .</i>	<i>-43,1</i>	<i>-37,9</i>	<i>6,1</i>	<i>- 9,5</i>	<i>- 5,0</i>	<i>- 6,2</i>	<i>-52,6</i>	<i>-42,9</i>	<i>- 2,1</i>
Australia . . . . .	- 0,9	- 1,3	- 2,0	- 7,6	- 7,4	- 7,2	- 8,5	- 8,7	- 9,2
Austria . . . . .	- 3,8	- 4,0	- 4,4	3,2	3,7	4,4	- 0,6	- 0,3	0,0
Danimarca . . . . .	- 0,2	- 0,8	- 1,1	- 1,4	- 1,9	- 3,2	- 1,6	- 2,7	- 4,3
Finlandia . . . . .	1,5	0,9	1,6	- 1,5	- 1,6	- 2,4	0,0	- 0,7	- 0,8
Gracia . . . . .	- 4,2	- 5,1	- 4,4	2,1	1,8	2,6	- 2,1	- 3,3	- 1,8
Irlanda . . . . .	0,2	0,5	1,3	- 1,1	- 1,1	- 1,7	- 0,9	- 0,6	- 0,4
Islanda . . . . .	0,0	0,0	0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	0,0
Jugoslavia . . . . .	- 0,8	- 0,6	- 0,9	1,3	1,4	2,0	0,5	0,8	1,1
Norvegia . . . . .	5,1	4,7	- 2,2	- 2,1	- 1,8	- 2,3	3,0	2,9	- 4,5
Nuova Zelanda . . . . .	- 0,2	- 0,2	0,0	- 1,3	- 1,3	- 1,6	- 1,5	- 1,5	- 1,6
Portogallo . . . . .	- 2,0	- 1,5	- 1,3	1,5	1,9	2,6	- 0,5	0,4	1,3
Spagna . . . . .	- 4,0	- 4,4	- 6,3	6,3	7,1	10,6	2,3	2,7	4,3
Sudafrica . . . . .	2,2	5,8	7,0	- 3,8	- 3,2	- 3,8	- 1,6	2,6	3,2
Turchia . . . . .	- 2,9	- 3,0	- 3,1	1,5	2,0	1,6	- 1,4	- 1,0	- 1,5
<i>Altri paesi industriali . . . . .</i>	<i>-10,0</i>	<i>- 9,0</i>	<i>-15,7</i>	<i>- 3,0</i>	<i>- 0,5</i>	<i>1,5</i>	<i>-13,0</i>	<i>- 9,5</i>	<i>-14,2</i>
<i>Totale paesi industriali . . . . .</i>	<i>-53</i>	<i>-47</i>	<i>- 9</i>	<i>-13</i>	<i>- 6</i>	<i>- 7</i>	<i>-66</i>	<i>-52</i>	<i>-16</i>
Paesi esportatori di petrolio . . . . .	69	68	18	-74	-65	-54	- 5	3	-36
Medio Oriente <sup>2</sup> . . . . .	33	36	9	-43	-35	-30	-10	1	-21
Altri <sup>3</sup> . . . . .	36	32	9	-31	-30	-24	5	2	-15
PVS non esportatori di petrolio . . . . .	-15	-19	- 8	- 9	- 7	- 5	-24	-26	-13
Paesi del Sud-Est asiatico <sup>4</sup> . . . . .	4	9	19	2	1	5	6	10	24
Altri . . . . .	-19	-28	-27	-11	- 8	-10	-30	-36	-37
<i>Totale PVS . . . . .</i>	<i>54</i>	<i>49</i>	<i>10</i>	<i>-83</i>	<i>-72</i>	<i>-59</i>	<i>-29</i>	<i>-23</i>	<i>-49</i>
Paesi dell'Europa orientale . . . . .	18	8	4	- 5	- 4	- 3	13	4	1
<b>Totale complessivo . . . . .</b>	<b>19</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>-101</b>	<b>-82</b>	<b>-69</b>	<b>-82</b>	<b>-71</b>	<b>-64</b>

<sup>1</sup> Unione economica belgo-lussemburghese. <sup>2</sup> Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Oman, Qatar. <sup>3</sup> Algeria, Bahrain, Congo, Ecuador, Gabon, Indonesia, Messico, Nigeria, Siria, Trinidad e Tobago, Tunisia e Venezuela. <sup>4</sup> Corea, Hong Kong, Singapore e Taiwan. <sup>5</sup> Bulgaria, Cecoslovacchia, Polonia, Repubblica Democratica Tedesca, Romania, Ungheria e URSS.

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

è aumentato di \$9,4 miliardi, di cui circa la metà ha rispecchiato una diminuzione nelle esportazioni nette di petrolio indotta dalla caduta del prezzo e da una espansione del 25% nel volume degli acquisti di greggio del Regno Unito all'estero. Il peggioramento di \$4,9 miliardi nel saldo commerciale non petrolifero può essere ricondotto all'andamento sfavorevole dei volumi dell'interscambio, che ha più che compensato l'influenza positiva del miglioramento del 2,5% delle ragioni di scambio. Le esportazioni reali non petrolifere, che sono aumentate ad un tasso annuo del 4%, sono rimaste stagnanti per la maggior parte del 1986, ma hanno cominciato ad espandersi vigorosamente nell'ultimo trimestre, quando gli effetti ritardati del deprezzamento reale effettivo della sterlina sono stati rafforzati da una ripresa della domanda estera. Nel 1986 le importazioni reali non petrolifere sono cresciute di oltre il 5,5%; tuttavia, dato il valore tradizionalmente elevato dell'elasticità della domanda di importazioni rispetto al reddito, si tratta di una percentuale relativamente modesta se commisurata alla crescita del 3,25% della domanda interna reale. Nei *Paesi Bassi* il moderato peggioramento (\$0,5 miliardi) dell'avanzo corrente è interamente attribuibile a un aumento di \$2,2 miliardi negli esborsi delle partite invisibili, che riflettono principalmente maggiori spese nette per turismo, un calo nei redditi netti da investimenti e più ampi trasferimenti unilaterali. Per contro, l'avanzo dell'interscambio commerciale è ulteriormente aumentato, raggiungendo la cifra record di \$7 miliardi. L'intero importo è attribuibile a un miglioramento di circa il 2% nelle ragioni di scambio, in parte dovuto al fatto che l'aggiustamento verso il basso dei prezzi all'esportazione del gas naturale è avvenuto in ritardo rispetto a quello dei prezzi all'importazione del petrolio. Infatti, quando nell'ultima parte dell'anno i prezzi del gas sono stati adeguati a quelli del petrolio, l'avanzo commerciale è diminuito considerevolmente, da \$4,5 miliardi nella prima metà del 1986 a \$2,5 miliardi nel secondo semestre.

Come mostra la tabella che segue, il saldo globale dei movimenti di capitali (inclusi errori ed omissioni) dei paesi del Gruppo dei Dieci è passato da considerevoli afflussi netti per \$46,5 miliardi nel 1985 ad un modesto deflusso netto di \$4,3 miliardi nel 1986. Tuttavia, questa inversione di tendenza è interamente attribuibile all'evoluzione dei movimenti di capitali dei tre maggiori paesi industriali (esaminati in dettaglio nel paragrafo precedente), mentre i deflussi totali netti di fondi degli altri paesi del Gruppo dei Dieci, pari a \$7,5 miliardi, sono stati di poco inferiori al livello dell'anno precedente, e praticamente tutto l'incremento nell'avanzo aggregato delle loro partite correnti si è tradotto in un miglioramento della posizione monetaria ufficiale netta. Mentre i due paesi con disavanzi correnti, Canada e Regno Unito, hanno registrato ampie importazioni nette di capitali, nel 1986 tutti gli altri paesi sono stati esportatori di fondi.

In *Canada* gli afflussi netti di capitali a lungo termine sono aumentati di sei volte nel 1986, passando a \$12,5 miliardi, interamente per effetto di un volume senza precedenti (\$18 miliardi) di acquisti di titoli canadesi da parte di non residenti. A questo risultato hanno contribuito il rendimento relativamente elevato — mediamente superiore in corso d'anno di 2 punti percentuali a quello di analoghi titoli USA — e la relativa stabilità del dollaro canadese nei confronti del dollaro USA, ma anche il desiderio dei non residenti di diversificare il loro portafoglio estero, come dimostra chiaramente l'acquisizione di \$6,8 miliardi di obbligazioni canadesi da parte degli investitori giapponesi. Nel *Regno Unito*, per contro, il passaggio da esportazioni nette di capitali per \$1,6 miliardi nel 1985 a importazioni nette per \$5,9

Paesi del Gruppo dei Dieci: struttura dei flussi di capitali

Voci	1985	1986
	in miliardi di dollari USA	
<b>Gruppo dei Dieci</b>		
Totale dei movimenti di capitali (netti) . . . . .	46,5	- 4,3
<b>Stati Uniti</b>		
Totale dei movimenti di capitali (netti) . . . . .	123,4	107,9
Variazione nella posizione monetaria ufficiale netta . . . . .	- 5,7	32,6
<b>Germania e Giappone</b>		
Totale dei movimenti di capitali (netti) . . . . .	- 65,2	-104,7
Variazione nella posizione monetaria ufficiale netta . . . . .	0,2	- 16,8
<b>Altri paesi del Gruppo dei Dieci</b>		
Totale dei movimenti di capitali (netti) . . . . .	- 11,7	- 7,5
Variazione nella posizione monetaria ufficiale netta . . . . .	1,9	- 9,5

Nota: il segno (-) indica un deflusso di capitali. Il totale dei movimenti di capitali comprende la posta errori ed omissioni.

miliardi nel 1986 è interamente dovuto ai maggiori afflussi netti dal settore bancario e non bancario (sotto forme diverse dagli investimenti diretti o di portafoglio) e a più ampi afflussi di capitali non identificati. I movimenti di fondi collegati agli investimenti diretti e di portafoglio, per contro, hanno comportato deflussi netti pari a \$ 22,7 miliardi, ossia \$ 4 miliardi in più che nel 1985. Sembra che una parte significativa sia degli afflussi che dei deflussi di capitali abbia riflesso l'intermediazione di fondi da parte di istituzioni finanziarie estere, in particolare banche e istituti di investimento mobiliare giapponesi che operano sul mercato di Londra.

Sulla scia del netto miglioramento nelle partite correnti, la *Francia* è divenuta un esportatore netto di capitali nel 1986. Il rimborso netto di prestiti esteri ha contribuito in misura significativa ai deflussi netti di fondi a lunga scadenza che sono ammontati a \$ 10,3 miliardi; oltre a ciò, si sono registrati deflussi netti, pari a \$ 6,7 miliardi, di fondi a breve non bancari, che, tuttavia, sono stati più che compensati da massicci prestiti esteri netti a breve, pari a \$ 15,2 miliardi, da parte del settore bancario. In *Belgio*, l'aumento delle esportazioni nette di capitali, passate a \$ 3,6 miliardi, è prevalentemente attribuibile al capovolgimento del saldo degli investimenti diretti e a più elevati deflussi netti per investimenti di portafoglio. I più ampi deflussi per operazioni di portafoglio sono stati anche la causa principale delle maggiori esportazioni di capitali, pari a \$ 5,2 e 6,2 miliardi rispettivamente, da parte dei *Paesi Bassi* e della *Svizzera*. In *Italia*, l'ingente miglioramento del saldo corrente è stato accompagnato da deflussi netti di capitali a lunga scadenza per un totale di \$ 3,9 miliardi; i movimenti di capitali a breve, inclusa la voce errori ed omissioni, hanno mostrato un leggero afflusso netto, e la posizione monetaria ufficiale netta, peggiorata di \$ 7,5 miliardi nel 1985, ha segnato un miglioramento di \$ 2,3 miliardi lo scorso anno.

**Gli andamenti delle bilance dei pagamenti negli altri gruppi di paesi**

Nei *paesi industriali esterni al Gruppo dei Dieci* nel 1986 il disavanzo aggregato delle partite correnti si è ampliato di \$ 4,7 miliardi, salendo a \$ 14,2 miliardi. Il peggioramento ha avuto origine interamente nel saldo commerciale, dove una modesta riduzione nella bilancia petrolifera aggregata di questi paesi è stata più che

compensata da un calo nell'avanzo non petrolifero. La ragione principale del più debole andamento dell'interscambio deriva dal fatto che la crescita del volume di esportazioni dell'insieme di questi paesi è considerevolmente rallentata, passando dal 6% nel 1985 a circa lo 0,5% nel 1986, mentre la crescita del volume di importazioni è rimasta invariata al tasso del 6% registrato l'anno precedente.

All'interno di questo gruppo, tuttavia, gli sviluppi sui mercati mondiali e i diversi orientamenti delle politiche interne hanno comportato risultati alquanto differenziati nelle partite correnti dei singoli paesi. La *Norvegia* ha dovuto affrontare un massiccio peggioramento nella sua posizione corrente, in quanto l'attivo di \$2,9 miliardi del 1985 ha ceduto il posto, lo scorso anno, ad un disavanzo di \$4,5 miliardi. Un calo nei proventi delle esportazioni di petrolio indotto dai più bassi prezzi del greggio si è sommato ad un considerevole aumento, pari a \$4 miliardi, delle importazioni nette non petrolifere, che per la maggior parte riflette un incremento del 15% delle importazioni reali dovuto ad un'espansione eccezionalmente forte della domanda interna. Anche in *Danimarca* le pressioni relativamente intense della domanda, insieme ad una minore competitività e a condizioni sfavorevoli sui mercati di esportazione dei prodotti agricoli, hanno contribuito ad un peggioramento del saldo commerciale in termini reali. Tuttavia, a causa di un miglioramento del 4,5% delle ragioni di scambio, il disavanzo commerciale nominale è aumentato solo moderatamente. Allo stesso tempo, i maggiori esborsi netti per redditi da investimenti e per trasferimenti ufficiali hanno fatto aumentare il disavanzo delle partite invisibili, cosicché nel 1986 il passivo corrente ha raggiunto \$4,3 miliardi, ovvero quasi il 5,5% del PNL. In *Australia* il disavanzo delle partite correnti si è leggermente ampliato, salendo a \$9,2 miliardi, ossia il 5,5% del PNL. Le ragioni di scambio sono peggiorate del 12%, in parte a causa della pesante dipendenza dell'Australia dalle esportazioni di prodotti primari e del deprezzamento del dollaro australiano. Le esportazioni reali si sono accresciute del 5% lo scorso anno, mentre una contrazione della domanda interna, dopo due anni di crescita vigorosa, ha comportato un calo del 4% nel volume di importazioni.

Tre paesi di questo gruppo hanno registrato considerevoli miglioramenti nei saldi delle partite correnti nel 1986. In *Spagna* l'avanzo corrente è cresciuto di \$1,6 miliardi, soprattutto grazie ad un rilevante aumento negli introiti netti per il turismo. Il disavanzo commerciale è salito considerevolmente, perché gli effetti dell'ingente miglioramento, pari al 18%, delle ragioni di scambio sono stati più che compensati da un peggioramento nel saldo commerciale in termini reali. In *Portogallo* alle più elevate entrate da turismo e ad un calo nel disavanzo commerciale, indotto dalle mutate ragioni di scambio, ha fatto riscontro un incremento di \$0,9 miliardi dell'attivo corrente. In *Grecia*, dove lo scorso anno l'attività economica si è indebolita di riflesso alle misure di stabilizzazione adottate nell'ottobre 1985, il disavanzo commerciale è sceso di \$0,7 miliardi, esclusivamente per effetto di andamenti favorevoli in termini di volume. In aggiunta, grazie soprattutto ai più elevati introiti netti da turismo, l'avanzo delle partite invisibili è aumentato e il disavanzo corrente è sceso a \$1,8 miliardi nel 1986.

L'aumento nel disavanzo corrente aggregato dei paesi industriali esterni al Gruppo dei Dieci è stato accompagnato da una crescita negli afflussi netti di capitali, passati da circa \$17 miliardi nel 1985 a \$24 miliardi nel 1986. Questi afflussi netti pare siano provenuti quasi esclusivamente da fonti non bancarie estere: per il gruppo

nel suo complesso l'indebitamento verso le banche che trasmettono alla BRI i dati sull'attività bancaria internazionale (le banche dichiaranti alla BRI), al netto delle variazioni dei depositi (entrambi depurati dagli effetti di cambio), si è ridotto a soli \$1,2 miliardi, dopo che nel 1985 aveva contribuito per \$4,5 miliardi agli afflussi netti totali. Le riserve ufficiali non auree, valutate ai tassi di cambio di fine anno, sono aumentate di \$9 miliardi nel 1986, ossia \$2 miliardi in più che nel 1985.

Il saldo attivo aggregato delle partite correnti dei paesi dell'*Europa orientale* si è ridotto, secondo stime, a meno di \$1 miliardo, a fronte di \$4 e 13 miliardi rispettivamente nel 1985 e 1984. L'avanzo commerciale si è dimezzato, scendendo a \$4 miliardi, soprattutto a causa di un calo delle esportazioni nette verso i paesi industriali dell'Occidente. La ragione principale del più debole andamento della bilancia commerciale va ricercata in un massiccio peggioramento delle ragioni di scambio, presumibilmente pari al 15%. Poiché i prodotti energetici rappresentano pressappoco la metà delle esportazioni totali, i prezzi all'esportazione in dollari sono diminuiti nettamente, mentre i prezzi medi all'importazione in dollari sono aumentati, in quanto un'ampia quota di importazioni è stata acquistata da paesi con valute in apprezzamento. Le esportazioni nette dell'URSS ai paesi esterni al Comecon sono scese di \$0,9 miliardi nel 1986, e in Ungheria il disavanzo delle partite correnti in monete convertibili è salito nettamente, da \$0,5 miliardi nel 1985 a \$1,4 miliardi nel 1986. Il peggioramento del saldo corrente aggregato è stato accompagnato nel 1986 da un aumento di \$4,4 miliardi della posizione creditoria netta delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti dei paesi dell'Europa orientale, quasi tutti sotto forma di nuovi prestiti lordi. Le attività verso l'Unione Sovietica si sono accresciute di \$4,1 miliardi e le passività verso questo stesso paese di \$0,8 miliardi.

Lo scorso anno la posizione sull'estero dei *paesi in via di sviluppo* è stata influenzata da diversi fattori che, in parte, hanno interagito fra loro. Il primo e più importante elemento da segnalare è che gli andamenti decisamente divergenti nei prezzi dell'interscambio del petrolio, delle altre materie prime e dei manufatti hanno comportato sostanziali variazioni nelle ragioni di scambio, il cui impatto, tuttavia, è stato molto diverso fra i vari gruppi di PVS. In secondo luogo, la maggiore domanda di importazioni da parte dei paesi industriali ha indotto un forte aumento nelle esportazioni reali; tuttavia, poiché la crescita della domanda si è concentrata soprattutto sul petrolio e sui manufatti, l'effetto favorevole della forte espansione del volume di esportazioni si è distribuito in modo alquanto diseguale fra i paesi in via di sviluppo. In terzo luogo, i tassi di interesse a livello internazionale hanno continuato a scendere nel 1986, attenuando l'onere sui conti con l'estero soprattutto in quei paesi che avevano contrattato ampie quote del loro debito estero a tassi di interesse variabili. In quarto luogo, la crescita della domanda interna e della produzione si è accelerata in diversi PVS; in alcuni casi ciò ha riflesso lo sfruttamento di un maggior margine di manovra consentito da una forte crescita delle esportazioni e da più bassi prezzi alle importazioni, permettendo di abbinare una rapida crescita economica ad un miglioramento della posizione sull'estero; in altri paesi, tuttavia, la domanda interna è stata stimolata, nonostante il contesto esterno meno favorevole, a scapito di un peggioramento delle partite correnti. Infine, per la maggior parte dei paesi in via di sviluppo l'accesso al finanziamento esterno ha continuato ad essere difficile, e molti di essi hanno potuto fare affidamento solo su prestiti da parte di creditori ufficiali e/o hanno dovuto attingere alle riserve ufficiali.

La tabella seguente indica che l'aumento del disavanzo aggregato dei PVS, da \$ 23 miliardi nel 1985 a \$ 49 miliardi nel 1986 – il primo peggioramento a partire dal 1982 – è interamente attribuibile ad un calo di \$ 48 miliardi nell'avanzo commerciale petrolifero. Compensando parzialmente questo andamento, il saldo commerciale non petrolifero è migliorato di \$ 9 miliardi e le partite invisibili di \$ 13 miliardi, di cui circa la metà in conseguenza dei più bassi pagamenti per interessi sul debito esterno.

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

Area	Variazioni nel saldo delle partite correnti		Determinanti:							
	1985	1986	saldo petrolifero		saldo non petrolifero		transazioni invisibili (nette)		di cui: interessi sul debito estero	
			1985	1986	1985	1986	1985	1986	1985	1986
in miliardi di dollari USA										
Paesi in via di sviluppo . . . . .	6	-26	-14	-48	9	9	11	13	4	6
Paesi esportatori di petrolio . . . . .	8	-39	-19	-56	18	6	9	11	5	3
Paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente . . . . .	11	-22	-13	-35	16	8	8	5	1	1
Altri esportatori di petrolio . . . . .	-3	-17	-6	-21	2	-2	1	6	4	2
di cui:										
Messico . . . . .	-3	-3	-2	-9	-3	5	1	1	2	2
Paesi non esportatori di petrolio . . . . .	-2	13	5	8	-9	3	2	2	-0	4
Paesi del Sud-Est asiatico . . . . .	4	14	1	5	4	5	-1	4	-0	1
Altri paesi non esportatori di petrolio . . . . .	-6	-1	4	3	-13	-2	3	-2	-0	3
di cui:										
Brasile . . . . .	0	-3	2	3	-2	-6	0	0	0	1
Argentina . . . . .	2	-1	0	0	1	-2	1	1	0	1

Nota: il segno (-) indica un peggioramento nel saldo commerciale e nel saldo delle partite correnti e un aumento degli interessi sul debito estero.

Fonti: FMI, "World Economic Outlook", aprile 1987, fonti nazionali e stime BRI.

Il peggioramento della posizione sull'estero dei PVS è completamente attribuibile al capovolgimento nel saldo corrente dei paesi esportatori di petrolio, passato da un avanzo di \$ 3 miliardi nel 1985 ad un disavanzo di \$ 36 miliardi. Il potere di acquisto delle esportazioni di questi paesi (cioè il valore delle loro esportazioni deflazionato per i valori unitari delle importazioni) è diminuito del 40%. Si è registrato un peggioramento delle ragioni di scambio superiore al 45%, di cui soltanto una parte è stata compensata da una crescita del 9,5% delle quantità esportate. Nei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente, dove il greggio contribuisce per più del 90% agli introiti totali delle esportazioni, il peggioramento delle ragioni di scambio, pari al 50%, è stato particolarmente severo. Allo stesso tempo, tuttavia, questi paesi sembrano esser stati in grado di accaparrarsi la maggior parte dell'incremento della domanda mondiale di greggio, il che ha permesso loro di accrescere il volume delle esportazioni di oltre il 18%. Ciononostante, in presenza di un potere di acquisto delle esportazioni quasi dimezzato, le loro

importazioni totali si sono ridotte in termini reali (per il quarto anno consecutivo) di circa il 23%, scendendo quasi del 50% al disotto del livello del 1982. Oltre a ciò, nel 1986 i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente hanno continuato a ridurre gli esborsi netti a fronte delle partite invisibili di \$ 5 miliardi. Allo stesso tempo i decrescenti tassi di interesse a livello mondiale e la contrazione nella disponibilità di attività nette sull'estero hanno ridotto di \$ 3 miliardi i redditi netti da investimenti esteri di tali paesi. Anche se la struttura più diversificata delle esportazioni di altri paesi esportatori di petrolio — con una quota delle vendite di prodotti non petroliferi pari al 30% circa del totale — ha attenuato in qualche misura l'impatto dei più bassi prezzi del petrolio, nondimeno il peggioramento delle ragioni di scambio è stato di quasi il 40%. Inoltre, contrariamente ai loro concorrenti del Medio Oriente, questi paesi non sono stati in grado di aumentare significativamente le esportazioni reali nel 1986: il volume delle loro vendite di petrolio si è accresciuto di poco e le esportazioni non petrolifere, di cui una quota significativa è costituita da materie prime, sono apparentemente diminuite. Nonostante un calo di oltre il 20% nel volume di importazioni, il loro saldo commerciale non petrolifero non è quindi migliorato nel 1986. Per contro, le uscite nette delle partite invisibili, in parte per una riduzione di \$ 2 miliardi negli esborsi per interessi sul debito estero, si sono complessivamente ridotte di \$ 6 miliardi.

Il crollo dei prezzi del petrolio, unito ad una diminuzione del 10% nel volume delle esportazioni di greggio, ha aggravato particolarmente le difficoltà esterne del Messico. Le autorità hanno fatto nuovamente ricorso a tagli nelle importazioni di oltre il 14% in volume che, insieme ad una crescita del 3,5% nel volume delle esportazioni non petrolifere, hanno consentito un miglioramento di \$ 4,6 miliardi del saldo non petrolifero. Inoltre, principalmente grazie a più bassi esborsi per interessi, il saldo delle partite invisibili è migliorato di \$ 1,4 miliardi.

In molti PVS non esportatori di petrolio la caduta dei prezzi del greggio ha compensato l'aumento nei prezzi all'importazione dei prodotti manufatti e ha pertanto contribuito a limitare il peggioramento nelle ragioni di scambio a circa l'1%. Per il gruppo nel complesso, circa i due terzi della diminuzione del disavanzo corrente aggregato, passato da \$ 26 miliardi nel 1985 a \$ 13 miliardi nel 1986, sono riconducibili a una riduzione di \$ 8 miliardi della bilancia petrolifera; oltre a ciò, gli andamenti favorevoli delle quantità scambiate hanno migliorato di \$ 3 miliardi il saldo commerciale non petrolifero; si è anche registrato un calo nel disavanzo delle partite invisibili, essendo diminuiti di \$ 4 miliardi i pagamenti totali per interessi.

La flessione del disavanzo dei PVS non esportatori di petrolio è interamente riconducibile a un aumento di \$ 14 miliardi nell'avanzo aggregato di quattro paesi del Sud-Est asiatico: Hong Kong, Corea, Taiwan e Singapore. I loro esborsi netti per le importazioni di petrolio sono scesi di \$ 5 miliardi e l'avanzo non petrolifero è aumentato di \$ 5 miliardi. Nel corso degli anni questi paesi non soltanto hanno sviluppato un'industria manifatturiera fortemente competitiva, ma nel 1986 hanno anche aumentato considerevolmente il loro vantaggio concorrenziale nei confronti degli altri produttori al di fuori degli Stati Uniti, e soprattutto del Giappone, in quanto le loro monete sono rimaste ancorate al dollaro. Di conseguenza, essi sono stati in grado di espandere sensibilmente le proprie quote di mercato nei paesi industriali. Nel 1986 il solo Taiwan ha accresciuto il proprio avanzo corrente di \$ 6,9 miliardi, portandolo a \$ 16,1 miliardi, pari al 22% del PNL.

Mentre i paesi del Sud-Est asiatico hanno potuto facilmente fronteggiare un aumento della domanda interna senza mettere a repentaglio la posizione della bilancia dei pagamenti, un'espansione eccessiva della domanda interna in Brasile e Argentina ha avuto ripercussioni immediate sul saldo commerciale. In Brasile, dove è stato ottenuto un netto miglioramento di circa il 20% delle ragioni di scambio, in parte di riflesso ad una diminuzione di \$2,8 miliardi della bilancia petrolifera, misure espansive di politica fiscale e monetaria, insieme a una crescita dei salari reali, hanno fatto aumentare di circa il 29% il volume delle importazioni non petrolifere e hanno deviato sul mercato interno esportazioni potenziali, causando un calo di \$6,4 miliardi nell'avanzo commerciale non petrolifero. Analogamente, l'Argentina, autosufficiente in materia di approvvigionamenti petroliferi, ha registrato una diminuzione di \$2,4 miliardi dell'eccedenza commerciale, in quanto la domanda interna è aumentata di circa l'8%.

Nel 1986 il finanziamento del disavanzo corrente aggregato di tutti i paesi in via di sviluppo ha mostrato due aspetti di rilievo (cfr. la tabella nella pagina seguente). In primo luogo, l'aumento del disavanzo non è stato accompagnato da più ampi afflussi di capitali, ma è stato più che compensato da un forte calo dei deflussi, che ha riflesso sia il rallentamento nell'accumulazione di riserve ufficiali sia una considerevole inversione di tendenza dei movimenti relativi ad altre attività, ove a cospicui deflussi nel 1985 ha fatto seguito un modesto calo delle attività nel 1986. In secondo luogo, mentre il fabbisogno di finanziamento residuo è diminuito moderatamente nel 1986, la composizione dei flussi di finanziamento è mutata in modo sostanziale. I fondi a lungo termine mutuati da creditori ufficiali sono aumentati nella misura significativa di \$11 miliardi, raggiungendo circa \$30 miliardi, con un incremento della loro quota sul totale degli afflussi di fondi dal 36% nel 1985 al 59% nel 1986; d'altro canto, i nuovi finanziamenti erogati da creditori privati sono diminuiti di \$11 miliardi, scendendo a soli \$4 miliardi, rappresentati quasi esclusivamente da crediti non bancari, principalmente sotto forma di crediti commerciali a breve scadenza. Nel 1986 i nuovi crediti erogati a questi paesi dalle banche dichiaranti alla BRI si sono praticamente arrestati, in quanto l'erogazione di un modesto ammontare per complessivi \$3 miliardi, nel quadro di schemi di finanziamento concordati sotto l'egida ufficiale, è stata compensata da una riduzione nelle posizioni creditorie delle banche derivante da cessioni di attività, conversioni di crediti in partecipazioni azionarie, cancellazione di debiti e rimborsi di piccolo ammontare.

La configurazione dei finanziamenti nei PVS considerati come gruppo cela tuttavia considerevoli differenze tra la struttura dei flussi di finanziamento nei paesi esportatori e in quelli non esportatori di petrolio. Il ricorso alle riserve ufficiali si è limitato ai PVS esportatori di petrolio che, dopo aver aumentato le loro disponibilità ufficiali in valuta di \$7 miliardi nel 1985, hanno finanziato in questo modo più della metà del loro disavanzo corrente aggregato del 1986. L'utilizzo delle riserve si è distribuito in maniera uniforme tra i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente, che a seguito dell'ampia posizione patrimoniale netta sull'estero costituita in precedenza si trovano in una situazione finanziaria ancora relativamente soddisfacente, e gli altri paesi esportatori di petrolio, molti dei quali con pesanti oneri per il debito estero. Inoltre, mentre i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente hanno potuto nel 1986 coprire il fabbisogno residuo di finanziamento mutuando fondi per circa \$3 miliardi da creditori privati e per circa \$2 miliardi da

Paesi in via di sviluppo: finanziamento dei disavanzi delle partite correnti; 1984-86. Stime

Voci	Paesi in via di sviluppo			Paesi esportatori di petrolio			Paesi non esportatori di petrolio		
	1984	1985	1986	1984	1985	1986	1984	1985	1986
In miliardi di dollari USA									
Saldo delle partite correnti . . . . .	-29	-23	-49	- 5	3	-36	-24	-26	-13
Variazioni nelle attività esterne									
(- = aumento) . . . . .	-33	-30	- 2	- 4	-15	20	-29	-15	-22
Riserve ufficiali . . . . .	-13	-16	- 4	- 4	- 7	19	-13	- 9	-23
Altre attività . . . . .	-20	-14	2	- 4	- 8	1	-16	- 6	1
Fabbisogno residuo di finanziamento:	62	53	51	9	12	16	53	41	35
Prestiti da creditori ufficiali									
(a lungo termine) . . . . .	32	19	30	6	7	11	26	12	19
Prestiti da creditori privati . . . . .	15	15	4	0	- 1	- 1	15	16	5
Banche dichiaranti alla BRI . . . . .	8	11	- 0	- 1	1	- 1	9	10	1
Altri . . . . .	7	4	4	1	- 2	0	6	6	4
Altri afflussi (netti) . . . . .	15	19	17	3	6	6	12	13	11
di cui:									
prestiti FMI . . . . .	4	1	- 1	1	- 0	1	3	1	- 2
investimenti diretti . . . . .	13	13	12	4	4	4	9	9	8

Fonti: FMI, "World Economic Outlook", aprile 1987 e BRI, "Evoluzione del sistema bancario internazionale e dei mercati finanziari", aprile 1987.

fonti ufficiali, gli altri paesi esportatori di petrolio hanno dovuto affidarsi completamente ai creditori ufficiali e hanno rimborsato di fatto \$4 miliardi ai creditori privati.

Nei paesi non esportatori di petrolio, per contro, il miglioramento della posizione corrente si è accompagnato nel 1986 ad un incremento di \$23 miliardi nella disponibilità di riserve e ad un modesto rientro di attività (non di riserva) sull'estero. Nel 1986 le disponibilità ufficiali in valuta di Taiwan si sono raddoppiate, raggiungendo \$46,3 miliardi, una cifra che da sola supera l'intero incremento di riserve di questo gruppo di paesi. Il persistere di una situazione finanziaria alquanto precaria in molti PVS non esportatori di petrolio emerge chiaramente dalla copertura del fabbisogno finanziario residuo. I principali fornitori di fondi sono stati i creditori ufficiali, che hanno messo a disposizione \$19 miliardi di finanziamenti a lungo termine, mentre le fonti private hanno ridotto i nuovi crediti a \$5 miliardi, meno di un terzo dell'importo del 1985.

Si stima che nel 1986 il debito totale estero del complesso dei PVS sia aumentato, in dollari correnti, di \$77 miliardi, portandosi a un totale di \$936 miliardi a fine anno, di cui il 68% è a carico dei paesi non esportatori di petrolio e il 25% dei paesi esportatori di petrolio al di fuori del Medio Oriente. Circa la metà dell'aumento del debito in essere riflette nuovi prestiti e la parte rimanente l'aumento del valore in dollari del debito denominato in altre monete. Esso ha riguardato quasi esclusivamente la componente a lungo termine, col risultato che la sua quota sul totale si è avvicinata all'85% alla fine dello scorso anno, rispetto a circa il 75% nel 1982. L'allungamento della scadenza media del debito esterno è derivato in parte, come negli anni passati, da accordi di ristrutturazione ma anche, e in misura sempre maggiore, dal fatto che la disponibilità di nuovi fondi era circoscritta ai prestiti a lunga scadenza erogati dai creditori ufficiali. Mentre il più

favorevole profilo delle scadenze ha contribuito ad allentare le pressioni di rifinanziamento, la combinazione di un aumento alquanto elevato del valore in dollari correnti del debito in essere e di un brusco calo dei proventi nominali delle esportazioni ha fatto sì che gli indici di indebitamento peggiorassero considerevolmente nel 1986. Per il complesso dei PVS il rapporto fra debito e PNL è salito fra il 1985 e il 1986 dal 36 al 39% e quello fra debito ed esportazioni di beni e servizi dal 147 al 172%. Il peggioramento degli indici è stato particolarmente accentuato nei paesi produttori di petrolio al di fuori del Medio Oriente, dove i rapporti sono balzati, nell'ordine, dal 45 al 58% e dal 198 al 289%.

### **La discrepanza statistica nei pagamenti correnti mondiali**

Il saldo corrente a livello mondiale, cioè come somma dei saldi delle partite correnti di tutti i paesi, che in teoria dovrebbe essere uguale a zero, ha mostrato ampie discrepanze di segno negativo a partire dal 1980, le quali hanno fatto registrare un totale di \$520 miliardi nel periodo 1980-86. La discrepanza ha raggiunto una cifra record nel 1982, ma è scesa considerevolmente negli ultimi due anni, principalmente perché la diminuzione dei tassi di interesse dopo il 1984 ha teso a ridurre le lacune nella rilevazione dei redditi da investimenti.

Poiché l'esistenza di divari così ingenti rende assai difficile l'analisi dell'evoluzione delle bilance dei pagamenti e potrebbe condurre a interventi di politica economica non appropriati, il Consiglio esecutivo del FMI ha deciso nel 1984 di istituire un Gruppo di Lavoro con lo scopo di studiare le cause principali del fenomeno e di suggerire procedure atte a migliorare la qualità delle rilevazioni statistiche. Il Gruppo di Lavoro, che ha presentato la relazione finale al Consiglio esecutivo agli inizi del 1987, è giunto alle conclusioni seguenti.

La discrepanza ha origine principalmente nella bilancia dei servizi. Anche il saldo dell'interscambio mondiale ha mostrato discordanze notevoli, dovute soprattutto al fatto che le esportazioni vengono in generale rilevate prima delle importazioni. La discrepanza nel saldo commerciale ha fluttuato considerevolmente, ma non ha contribuito nel complesso all'ampliamento di quella delle partite correnti aggregate. All'interno della bilancia dei servizi la discrepanza può essere ricondotta principalmente a tre tipi di transazioni. In primo luogo, l'aumento più accentuato si è registrato nella bilancia dei redditi da investimenti. Dato che gli introiti e le uscite per redditi di capitale sono di solito determinati sulla base delle posizioni attive e passive sull'estero, la discrepanza in questo saldo riflette soprattutto il fatto che i paesi non sono in grado di identificare completamente le disponibilità di attività estere dei propri residenti, con la conseguenza che a livello mondiale la consistenza rilevata delle attività sull'estero è di gran lunga inferiore a quella delle passività. L'impatto di questa sottostima delle attività estere sui redditi da investimento è stato decisamente amplificato dall'aumento dei tassi di interesse fra il 1980 e il 1984. In secondo luogo, anche il saldo dei trasporti marittimi ha mostrato una discrepanza considerevole, che tuttavia è aumentata molto meno di quella relativa ai redditi da investimenti. Mentre i pagamenti dei noli ai trasportatori esteri per le importazioni sono in generale interamente registrati, solo una parte relativamente modesta dei corrispondenti proventi viene contabilizzata nelle bilance dei paesi con forti interessi marittimi. In terzo luogo, si rileva una discrepanza

ampia ma stabile nei trasferimenti ufficiali, in quanto le erogazioni dichiarate dai paesi concedenti sono considerevolmente superiori agli introiti registrati dai paesi beneficiari.

Mentre è possibile identificare le origini della discrepanza nei principali tipi di transazioni di servizi, è ancora estremamente difficile ripartirla fra i diversi paesi o gruppi di paesi. Il Gruppo di Lavoro è stato infatti in grado di attribuire la discrepanza sui redditi da investimento ai singoli paesi, ma ha potuto solo fornire una stima della distribuzione fra i principali gruppi di paesi delle altre discrepanze nelle bilance dei servizi. Questa scomposizione per paesi indica che la discrepanza delle partite correnti a livello mondiale non è concentrata in pochi paesi, ma riguarda praticamente tutte le aree geografiche: circa i tre quinti si originano nei paesi industriali, il resto nei PVS. Tuttavia, affinché queste stime trovino riscontro nei dati delle bilance dei pagamenti, i metodi nazionali di compilazione e le procedure di stima dovrebbero essere rivisti e migliorati secondo le raccomandazioni del Gruppo di Lavoro.

#### IV. ANDAMENTI NEI MERCATI FINANZIARI NAZIONALI

##### Aspetti salienti

Durante lo scorso anno si è assistito a diversi sviluppi apparentemente paradossali nei mercati finanziari. I corsi azionari hanno registrato fortissimi aumenti nella maggior parte delle principali Borse, benché la crescita reale della produzione abbia segnato il passo. Nonostante l'ulteriore persistente deprezzamento del dollaro, sono continuati gli afflussi di capitali esteri negli Stati Uniti. I tassi di interesse nominali sono generalmente calati, scendendo in alcuni casi al livello minimo degli ultimi dieci anni, mentre quelli reali sono rimasti a livelli apprezzabili. Tuttavia, malgrado i tassi di interesse reali relativamente elevati, la domanda di credito si è mantenuta vicina ai livelli record del 1985, facendo così continuare la preoccupante crescita dell'indebitamento dei settori interni non finanziari di numerosi paesi.

I massicci flussi internazionali di capitali e la liberalizzazione finanziaria hanno favorito una crescente integrazione mondiale dei mercati creditizi nazionali. Negli ultimi anni è sensibilmente aumentata la sincronia fra i movimenti dei tassi di interesse e — seppure in minor misura — dei corsi azionari nei diversi paesi. L'integrazione e la liberalizzazione dei mercati dei capitali potrebbero ridurre la capacità dei singoli paesi di regolare autonomamente l'evoluzione delle grandezze monetarie. Esse potrebbero altresì modificare l'impatto settoriale delle politiche monetarie ed accelerare il propagarsi di perturbazioni finanziarie e dell'economia reale. La combinazione del deprezzamento del dollaro e del forte aumento dei tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti nell'aprile 1987 dimostra chiaramente la reattività dei mercati finanziari ai fattori internazionali.

Le cause e gli effetti della recente espansione dell'indebitamento differiscono a seconda che si tratti del settore privato o del settore pubblico. Per quanto riguarda il settore privato la principale preoccupazione delle autorità sta nel fatto che i crescenti indici di indebitamento possano condurre a più elevati tassi di insolvenza. Le inquietudini circa il debito del settore pubblico derivano dal timore che la sua crescita possa ripercuotersi sui tassi di interesse e/o di cambio, esercitando così un effetto di spiazzamento sulla spesa privata, dal connesso incremento del futuro carico fiscale per il pagamento degli interessi ed il rimborso del capitale, nonché dalla necessità per alcuni paesi di importare capitali esteri per compensare l'insufficiente risparmio privato. I fattori principali alla base della crescita del debito pubblico risiedono nelle politiche e nelle condizioni macroeconomiche, mentre nel caso del settore privato la crescita del debito potrebbe anche essere collegata ai sistemi fiscali ed alla più agevole disponibilità di credito derivante dal processo di liberalizzazione finanziaria.

La liberalizzazione dei mercati finanziari è proseguita intensamente nel 1986. Se la ristrutturazione della City di Londra (il "Big Bang") ha costituito probabilmente l'evento più importante, anche le autorità francesi e canadesi hanno annunciato importanti riforme dei rispettivi mercati dei capitali. Negli Stati Uniti si è avuta una rapida crescita dell'emissione di titoli negoziabili a fronte dei prestiti e

delle tecniche di *portfolio insurance*. In Francia, in Giappone e nel Regno Unito sono state allentate talune prescrizioni concernenti le banche ed altre istituzioni raccogliatrici di depositi.

L'effetto espansivo sull'indebitamento privato è soltanto uno degli aspetti inquietanti del rapido processo di liberalizzazione ed innovazione finanziaria. Molti commentatori hanno sostenuto che i vantaggi della recente trasformazione finanziaria sono per lo meno in parte annullati dai costi effettivi o potenziali che essa comporta. Mentre i benefici della liberalizzazione sorgono in via generale dal migliore funzionamento dei meccanismi di mercato, i costi evidenziano il fatto che i risultati di un regime di piena libertà concorrenziale non sono necessariamente sempre "ottimali". I costi effettivi e potenziali della liberalizzazione costituiscono uno degli argomenti addotti da coloro che sostengono la necessità di una revisione del quadro normativo dei mercati finanziari e che suggeriscono per alcune aree un ampliamento o addirittura un inasprimento della regolamentazione. Notevoli sono stati i progressi compiuti nell'ambito della vigilanza bancaria, sia a livello dei singoli paesi sia sul piano internazionale. Vi è tuttavia chi sostiene che uno sforzo analogo vada compiuto anche nella regolamentazione dei mercati mobiliari e che possa essere altresì necessaria una revisione delle tradizionali separazioni sul piano legale fra le varie istituzioni finanziarie.

### I tassi di interesse

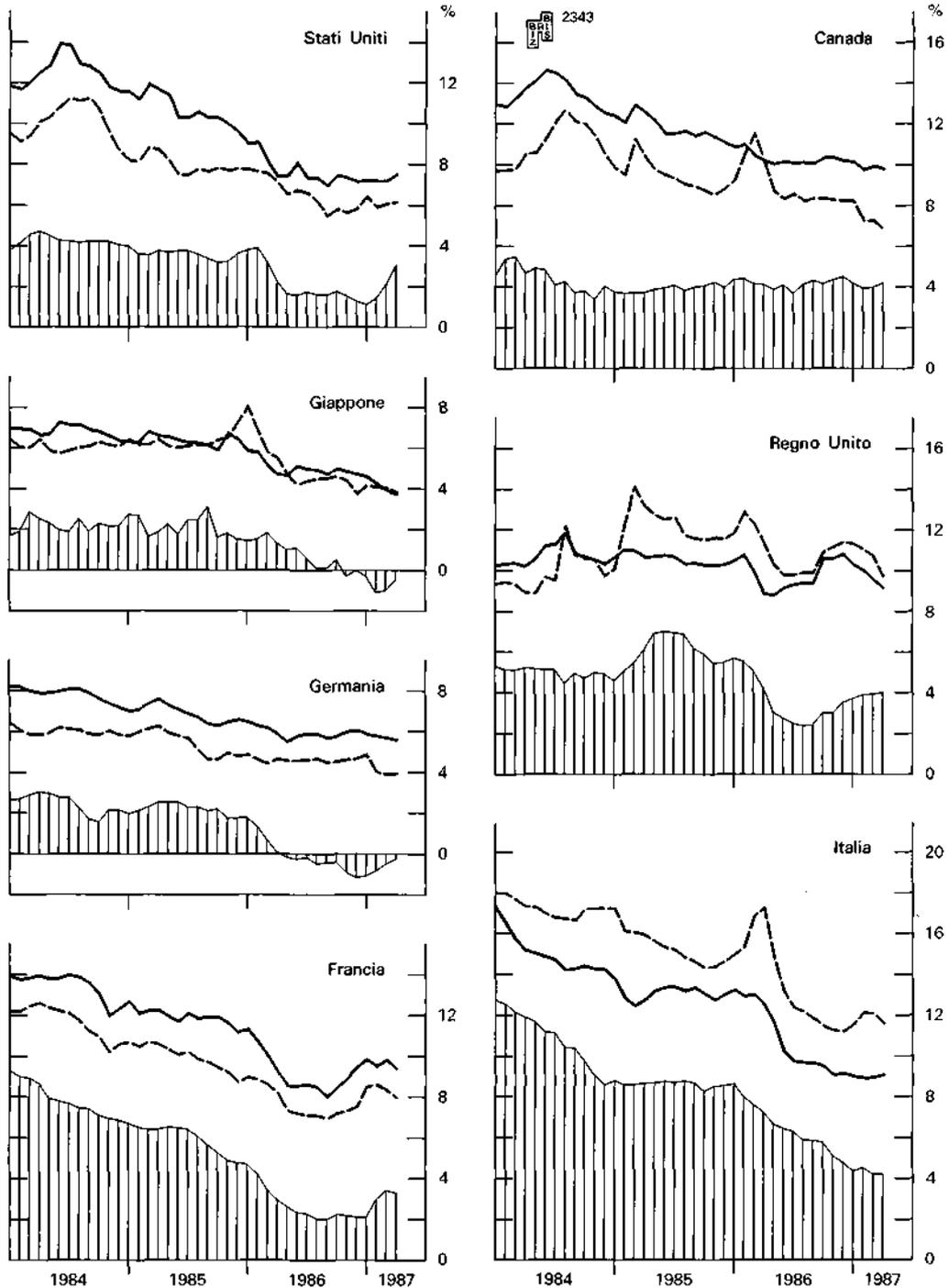
Nel corso del 1986 i tassi di interesse sono calati in misura sensibile nei maggiori paesi industriali. Le curve dei rendimenti hanno mostrato la tendenza ad appiattirsi nei primi quattro mesi dell'anno. In seguito esse hanno tuttavia nuovamente assunto un'inclinazione positiva, soprattutto per effetto di un'ulteriore flessione dei tassi a breve, cui è corrisposto un calo soltanto marginale nel segmento a più lungo termine. Nel 1986 i tassi di interesse negli Stati Uniti sono diminuiti in misura maggiore che negli altri paesi industriali, cosicché i differenziali nominali di interesse a favore dei titoli in dollari si sono fortemente ristretti o sono addirittura divenuti negativi. Questa configurazione si è modificata nei primi mesi del 1987 con la netta ascesa dei tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti.

Diversi fattori sono alla base dell'andamento dei tassi di interesse. Quello di maggiore impatto e percepito più diffusamente è stato il collasso dei prezzi del petrolio nel primo trimestre del 1986. Esso ha evidentemente indotto gli investitori ad abbassare le aspettative di inflazione nel lungo periodo, in quanto sono calati i rendimenti sulle obbligazioni a lunga scadenza e le curve dei rendimenti, precedentemente ad inclinazione positiva, sono andate appiattendosi negli Stati Uniti, in Francia ed in Germania. Nel corso del 1986 la domanda di credito è rimasta sostenuta in quasi tutti i mercati. L'elevato *livello* del ricorso al credito potrebbe spiegare il fatto che, soprattutto negli Stati Uniti, i tassi a lungo termine non sono calati in linea con quelli a breve nei mesi successivi. In diversi paesi la politica monetaria pare aver assunto nel 1986 un orientamento più accomodante, e ciò specialmente nell'ultima parte dell'anno, a seguito dei timori che la crescita economica risultasse inferiore alle attese. Un ulteriore importante elemento che ha influito sui tassi di interesse, soprattutto negli ultimi mesi del 1986 ed agli inizi di quest'anno, è rappresentato dai tassi di cambio. Negli Stati Uniti i tassi di interesse

### Tassi di interesse nominali ed inflazione; 1984-87\*

Dati mensili

- tassi di interesse a lungo termine
- - - tassi di interesse a breve termine
- ▨ inflazione dei prezzi al consumo



\* Rendimenti di obbligazioni a lungo termine e tassi del mercato monetario; strumenti rappresentativi. Inflazione misurata dalla variazione percentuale su dodici mesi dei prezzi al consumo.



all'estero. Per i paesi minori, i piú elevati indici di correlazione possono rispecchiare un'esplicita coordinazione delle politiche attraverso un impegno formale di stabilizzazione del tasso di cambio con un importante *partner* commerciale. Per i paesi maggiori, tuttavia, la piú stretta connessione fra i movimenti dei tassi di interesse a lunga deriva verosimilmente piuttosto dal processo di integrazione dei mercati mobiliari.

Nonostante le riduzioni dei tassi di interesse nominali avutesi nel 1986, lo scarto positivo fra questi ultimi ed il tasso di inflazione si è mantenuto a livelli elevati, particolarmente in Europa ed in Giappone. In tutti i maggiori paesi industriali eccetto il Canada i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono calati in misura decisamente inferiore al tasso di inflazione su dodici mesi dei prezzi al consumo. Dato che i rendimenti reali attesi sui titoli a lunga scadenza sono fortemente influenzati da aspettative non rilevabili circa la dinamica futura dell'inflazione, ed essendovi la diffusa convinzione che i tassi correnti di incremento dei prezzi al consumo sottostimino tali aspettative, il fenomeno potrebbe di per sé non destare sorpresa. Tuttavia, i tassi di interesse reali a breve possono essere stimati piú facilmente, data la maggiore prevedibilità dell'inflazione nel breve periodo. Fra i paesi considerati nella tabella che segue soltanto gli Stati Uniti e la Francia hanno fatto registrare nel 1986 rendimenti reali effettivi sugli strumenti a breve sensibilmente inferiori a quelli degli anni precedenti. In Giappone e Germania nel 1986 tali rendimenti sono addirittura cresciuti, sia rispetto al passato sia in rapporto agli Stati Uniti.

Tassi di interesse reali effettivi a breve termine\*

Anni	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1981 .....	6,62	4,48	6,28	1,96	3,18	3,87	7,26
1982 .....	7,03	4,76	4,90	5,64	7,39	3,85	6,72
1983 .....	4,20	4,22	2,92	3,91	5,06	6,14	4,38
1984 .....	5,99	4,34	3,68	5,41	4,54	6,96	7,54
1985 .....	4,42	5,04	4,72	6,45	7,36	6,45	5,39
1986 .....	3,75	5,83	5,12	4,50	7,04	7,69	5,18

\* Media mensile dei tassi a tre mesi sul mercato monetario meno variazione percentuale in ragione d'anno dell'indice dei prezzi al consumo nel trimestre successivo.

La persistenza di quello che si può ritenere – almeno secondo i parametri storici – un ampio divario fra i tassi di interesse nominali ed i tassi di inflazione effettivi apporta una nota di pacatezza al clima generalmente euforico vissuto dai mercati finanziari durante il 1986. L'esistenza di considerevoli rendimenti reali sugli strumenti a breve può avere un effetto deprimente sulla produzione, incoraggiando l'acquisizione di attività finanziarie liquide a scapito dei consumi correnti delle famiglie e della costituzione di scorte da parte delle imprese. E, in effetti, gli elevati rendimenti reali sulle attività finanziarie potrebbero contribuire a spiegare il fatto che – come osservato nel Capitolo II – lo scorso anno nei paesi del Gruppo dei Dieci i guadagni di reddito in termini reali del settore privato non si sono tradotti interamente in un aumento della spesa.

I differenziali di interesse nominale a favore delle obbligazioni in dollari, che per un certo periodo erano andati diminuendo, si sono fortemente ampliati nei primi mesi del 1987. Nel periodo gennaio 1985–gennaio 1987 i rendimenti di mercato

Differenziali di rendimento fra "Treasury bonds" USA e titoli di Stato analoghi di altri paesi\*

Periodo	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
Gennaio 1985	4,89	4,28	- 0,95	0,15	- 1,47	- 0,21
Luglio 1985	4,32	3,60	- 1,30	0,23	- 2,93	- 0,34
Gennaio 1986	3,27	2,89	- 1,71	- 1,71	- 3,78	- 1,41
Luglio 1986	2,39	1,40	- 1,16	- 2,08	- 2,44	- 2,02
Gennaio 1987	2,93	1,28	- 2,36	- 2,86	- 1,89	- 1,76
Aprile 1987	4,79	2,52	- 1,30	- 0,71	- 1,26	- 1,60

\* Per la Germania e l'Italia, medie mensili; per gli altri paesi, dati di fine mese.

sui titoli del Tesoro USA sono scesi di 150-300 punti base rispetto ai titoli di Stato della maggior parte degli altri paesi. Questa flessione della remuneratività relativa non ha arrestato l'afflusso di capitali esteri negli Stati Uniti, anche se gli investitori privati mostrano di aver accresciuto i collocamenti in azioni in rapporto a quelli in titoli a reddito predeterminato. Il restringimento dei differenziali può avere rispecchiato il generale convincimento del mercato che il deprezzamento del dollaro stava per esaurirsi. L'ulteriore forte calo della moneta americana nei primi mesi del 1987 ha contraddetto tali aspettative, e i differenziali si sono nuovamente ampliati riportandosi all'incirca sui livelli del 1985.

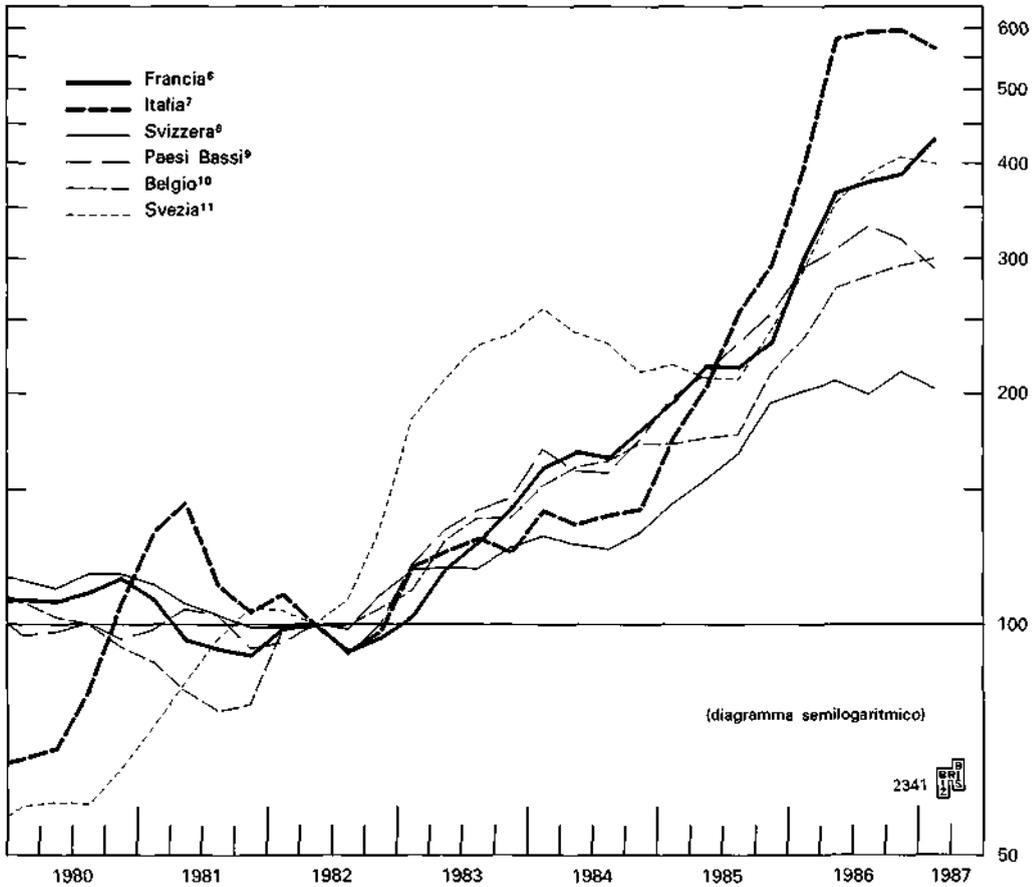
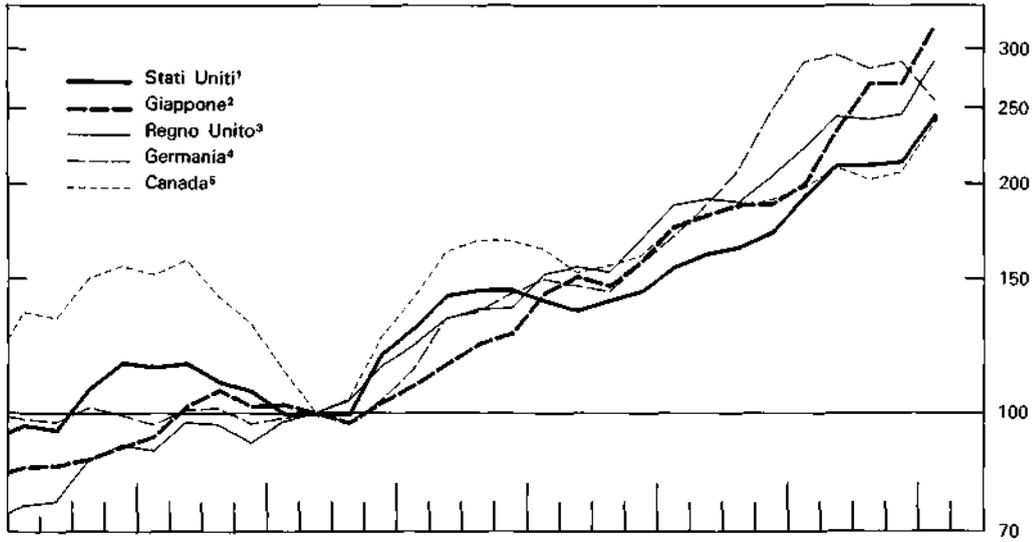
### I mercati azionari

Il calo dei tassi di interesse nominali nel 1986 si è accompagnato ad una forte ascesa dei corsi azionari in quasi tutti i maggiori paesi industriali. Praticamente tutti i principali indici borsistici hanno fatto segnare nuovi massimi, in molti casi per il terzo o quarto anno consecutivo. Come indica il grafico seguente, le quotazioni sono salite di oltre il 100% rispetto ai punti di minimo dell'estate 1982. In molti mercati l'ascesa è continuata anche nei primi mesi di quest'anno, facendo segnare nuovi valori record in diverse borse valori.

Una caratteristica notevole della recente esuberanza dei mercati azionari è stata la tendenza ad un movimento sincrono dei diversi indici nazionali. In certa misura gli andamenti conformi dei corsi possono rispecchiare sviluppi macroeconomici comuni, come ad esempio il calo contemporaneo dei tassi di interesse. Alla base del fenomeno vi è tuttavia anche la crescente integrazione fra i mercati azionari dei diversi paesi. Questa integrazione non ha ancora raggiunto il livello di quella dei mercati obbligazionari; tuttavia, anche se il volume delle emissioni azionarie internazionali resta assai inferiore a quello del settore delle obbligazioni, nel 1986 esso ha fatto segnare una vigorosa espansione.

Da parte di taluni osservatori è stato espresso il timore che la fase più recente del boom del mercato azionario sia stata alimentata da eccessi speculativi. Nella primavera del 1987 gli indici prezzo-rendimento in molti dei principali mercati avevano raggiunto livelli storicamente assai elevati, con un forte aumento della variabilità dei corsi. Inoltre, l'andamento delle quotazioni non sembra essere stato in linea con l'evoluzione dell'economia "reale"; anzi, l'ascesa dei corsi azionari ha mostrato un'accelerazione allorché le prospettive di crescita produttiva sono state ridimensionate. In Giappone e negli Stati Uniti, in particolare, le borse valori hanno

Corsi azionari nelle borse valori dei paesi del Gruppo dei Dieci; 1980-87  
 Secondo trimestre 1982 = 100



<sup>1</sup>Indice azionario "Standard and Poor's". <sup>2</sup>Indice generale della Borsa di Tokyo. <sup>3</sup>"Industrial Ordinary Index" del Financial Times. <sup>4</sup>Indice generale della "Frankfurter Allgemeine Zeitung". <sup>5</sup>Indice composito di Toronto. <sup>6</sup>Indice generale INSEE per le azioni francesi alla Borsa di Parigi. <sup>7</sup>Indice globale. <sup>8</sup>Indice generale. <sup>9</sup>Indice azionario per le società nazionali della Borsa di Amsterdam. <sup>10</sup>Indice generale delle Borse di Bruxelles e di Anversa. <sup>11</sup>Indice generale della Borsa di Stoccolma.

registrato sempre nuovi massimi durante tutto il primo trimestre 1987, nonostante i dati indicanti un rallentamento della crescita economica.

Un elemento a sostegno della tesi che attribuisce l'ascesa dei corsi azionari alla speculazione può essere individuato nella rapida espansione della liquidità manifestatasi nei mercati finanziari mondiali, in quanto i bassi tassi di interesse nominali hanno accresciuto la convenienza relativa a detenere titoli azionari. Negli ultimi mesi la domanda di azioni, particolarmente da parte degli investitori giapponesi, è stata stimolata dalle preoccupazioni concernenti il tasso di cambio e dall'andamento ciclico dei tassi di interesse negli Stati Uniti. D'altra parte, i profitti societari nella maggior parte dei paesi industriali sono saliti in misura del 50-100% rispetto al 1982 e, quantunque la crescita economica non sia sostenuta, non vi sono neppure segni di recessione. Inoltre, gli ulteriori successi nel ridurre l'inflazione possono costituire un fattore di sostegno per i corsi azionari. L'esperienza degli anni settanta sembra dimostrare come l'inflazione abbia un effetto negativo sui profitti aziendali e sul valore delle azioni.

In alcuni paesi l'andamento esuberante dei mercati azionari può altresì essere fatto risalire a provvedimenti governativi volti a promuovere l'investimento in capitale di rischio. In Francia la legge Monory del 1978 istituiva agevolazioni fiscali per gli acquisti di azioni; analoghi provvedimenti di incentivazione sono stati successivamente adottati in Svezia, Belgio e Regno Unito. Uno dei principali obiettivi dei recenti programmi di privatizzazione adottati in Francia e nel Regno Unito è stato quello di incoraggiare l'azionariato delle famiglie e di allargare la base degli investitori. In Italia nel 1983 è stata autorizzata per legge la costituzione di fondi di investimento azionari.

Il recente comportamento dei mercati può avere importanti implicazioni per l'evoluzione economica e per le politiche. I più elevati prezzi reali delle azioni comportano una rivalutazione delle attività patrimoniali delle imprese. Ciò fa ritenere che è diminuito considerevolmente il prezzo dei nuovi beni strumentali in rapporto al capitale in essere, e tale spostamento nei prezzi relativi dovrebbe essere favorevole agli investimenti. Per contro, nella misura in cui il maggior valore del capitale azionario è il riflesso di operazioni speculative piuttosto che del potenziale di reddito dell'impresa, la situazione implica taluni rischi. In alcuni paesi i valori azionari hanno un peso rilevante nella ricchezza del settore privato e possono servire a compensare l'onere debitorio sia delle imprese che delle famiglie. In un successivo paragrafo di questo capitolo si tratterà della crescita di tale onere e dei timori ad essa associati. Una forte ricaduta nei corsi azionari rafforzerebbe tali timori, a causa dell'innalzamento del rapporto fra debito e capitale proprio delle imprese e della riduzione della ricchezza finanziaria netta delle famiglie.

### **Andamenti dei flussi finanziari**

*Saldi settoriali.* Lo scorso anno i flussi finanziari interni ed internazionali dei maggiori paesi industriali sono stati influenzati da diversi fattori interconnessi. Anzitutto, vi è stata la necessità di soddisfare l'ulteriore ampio fabbisogno di finanziamento dell'amministrazione federale negli Stati Uniti e, in taluni paesi, il forte ricorso al credito del settore famiglie. In secondo luogo, le variazioni intervenute nei corsi azionari, nei tassi di cambio e nei tassi di interesse hanno

influito sulla scelta dei mercati e degli strumenti da parte degli investitori e dei mutuatari. Infine, vi sono state innovazioni e modifiche normative che hanno in parte costituito un fattore determinante degli andamenti del mercato e in parte una reazione a questi stessi andamenti (tale aspetto sarà analizzato nella parte finale del capitolo). Gli effetti di questi fattori possono essere riscontrati nei saldi finanziari dei settori istituzionali nelle principali economie e nella raccolta lorda di fondi sui mercati dei capitali.

Saldi finanziari dei settori\*

Paesi e settori	1980-84	1985	1986
	in percentuale del PNL		
<b>Stati Uniti</b>			
Settore pubblico . . . . .	- 3,7	- 5,0	- 4,8
Estero . . . . .	0,5	2,9	3,4
Imprese non finanziarie . . . . .	- 0,9	0,0	0,1
Famiglie . . . . .	4,2	2,9	2,0
<b>Giappone</b>			
Settore pubblico . . . . .	- 6,7	- 4,1	- 4,2
Estero . . . . .	- 0,9	- 3,6	- 4,2
Imprese non finanziarie . . . . .	- 3,1	- 2,4	- 1,3
Famiglie . . . . .	9,8	9,5	10,3
<b>Germania</b>			
Settore pubblico . . . . .	- 2,8	- 1,1	- 1,2
Estero . . . . .	0,2	- 2,0	- 3,8
Imprese non finanziarie . . . . .	- 2,2	- 2,0	- 0,8
Famiglie . . . . .	3,6	4,1	5,0
<b>Francia</b>			
Settore pubblico . . . . .	- 2,1	- 2,9	- 2,9
Estero . . . . .	1,7	0,8	0,6
Imprese non finanziarie . . . . .	- 4,2	- 2,1	- 1,5
Famiglie . . . . .	3,9	2,9	3,5
<b>Regno Unito</b>			
Settore pubblico . . . . .	- 3,6	- 2,9	- 2,8
Estero . . . . .	- 1,3	- 0,8	0,3
Imprese non finanziarie . . . . .	1,3	1,6	0,8
Famiglie . . . . .	4,7	3,2	2,4
<b>Italia</b>			
Settore pubblico . . . . .	-10,5	-13,6	-12,5
Estero . . . . .	1,2	0,9	- 0,7
Imprese non finanziarie . . . . .	- 5,0	- 4,9	- 3,3
Famiglie . . . . .	13,0	14,5	13,8
<b>Canada</b>			
Settore pubblico . . . . .	- 6,9	- 8,1	- 6,4
Estero . . . . .	- 0,2	0,1	1,8
Imprese non finanziarie . . . . .	- 2,7	- 0,8	- 1,8
Famiglie . . . . .	8,4	7,6	5,3
<b>Belgio</b>			
Settore pubblico . . . . .	-13,9	-11,6	-11,2
Estero . . . . .	2,9	- 0,2	- 2,1
Imprese . . . . .	2,1	4,1	5,4
Famiglie . . . . .	8,9	7,7	7,9
<b>Paesi Bassi</b>			
Settore pubblico . . . . .	- 5,6	- 5,1	- 6,7
Estero . . . . .	- 1,4	- 3,5	- 2,1
Imprese e famiglie . . . . .	- 0,8	1,7	- 1,4

\* Per Giappone, Regno Unito, Italia e Canada, il settore pubblico comprende le imprese pubbliche. Per la Germania, il saldo finanziario del settore dell'edilizia residenziale è compreso nel settore delle famiglie.

Fonti: conti finanziari nazionali.

Nel 1986 si è mantenuta la configurazione dei flussi internazionali di capitali sviluppatasi negli anni recenti, ossia l'assorbimento netto da parte degli Stati Uniti di risparmio generato nell'Europa occidentale e in Giappone. Ciò non ha certo costituito un fatto imprevisto; gli squilibri fra questi paesi erano divenuti troppo ampi per poter essere colmati rapidamente senza dar luogo a gravi contraccolpi. Ma, mentre vi era da attendersi un certo peggioramento degli squilibri esistenti a causa degli effetti di curva a J, quel che invece non ha corrisposto a certe aspettative è il fatto che gli squilibri si siano aggravati più del previsto, nonostante il forte deprezzamento del dollaro, dal quale ci si aspettava un effetto equilibratore.

Numerosi fattori paiono aver contribuito a questo risultato. Le politiche fiscali non hanno agito nel senso del riequilibrio, giacché il disavanzo del settore pubblico non ha subito variazioni di rilievo in Germania, in Giappone e negli Stati Uniti. In parte questo andamento può rispecchiare le difficoltà, di ordine politico ed economico, connesse all'attuazione di rapidi spostamenti nella politica fiscale. In secondo luogo, nel 1986 l'eccedenza finanziaria del settore famiglie si è ulteriormente accresciuta in Giappone e in Germania, mentre negli Stati Uniti essa è scesa, in rapporto al PNL, al più basso livello dal 1963. Come rilevato nel Capitolo II, queste tendenze possono avere alla base una diversa propensione a "spendere" i guadagni in termini di ragioni di scambio conseguiti lo scorso anno. Infine, in aggiunta agli sfavorevoli effetti di curva a J sui saldi commerciali nominali, è stata presente una contropartita finanziaria alla curva a J: per finanziare gli afflussi di capitali negli USA in misura del 3,4% del PNL nel 1986 è occorso un minore ammontare, in termini di marchi tedeschi e di yen, di quanto fosse stato necessario per finanziare il disavanzo del 2,9% del PNL nell'anno precedente. In questo senso, la domanda di credito negli Stati Uniti durante il 1986 ha comportato una minore sottrazione di risparmio dal Giappone e dalla Germania.

Un certo progresso, anche se lento, è tuttavia in corso nel senso di una riduzione degli squilibri interni ed esterni. La politica fiscale negli Stati Uniti, sotto la disciplina della legge Gramm-Rudman-Hollings, dovrebbe condurre ad una sensibile diminuzione del disavanzo di bilancio nel 1987 e ad ulteriori riduzioni negli anni seguenti. In considerazione delle prospettive relativamente deboli di crescita economica, sembra improbabile un'ulteriore compressione dei deficit di bilancio in Germania e in Giappone. Inoltre, a meno di nuovi forti deprezzamenti del dollaro, è prevista una contrazione del disavanzo commerciale nominale degli Stati Uniti.

*I mercati dei capitali.* Lo scorso anno nella maggior parte dei paesi il volume dei fondi raccolti da operatori non finanziari in rapporto al PNL è leggermente diminuito rispetto al 1985, sebbene in diversi casi esso sia rimasto elevato in confronto agli anni anteriori. I principali fattori che hanno impedito un'accelerazione della domanda di fondi paiono risiedere nell'ulteriore azione di contenimento della crescita dei disavanzi pubblici e nella debole attività di investimento. Particolarmente evidente è stato il calo del fabbisogno del settore pubblico in Canada, negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In Giappone e nel Regno Unito i proventi delle privatizzazioni hanno contribuito a limitare la necessità di indebitamento dell'amministrazione pubblica. Nel 1986 la domanda di credito delle famiglie è invece rimasta sostenuta in molti paesi, in quanto la caduta del prezzo del

Fondi raccolti dai settori interni non finanziari

Paesi	Anni	Settori <sup>1</sup>						Settore pubblico	Totale
		Imprese			Famiglie				
		Azioni <sup>2</sup>	Obbligazioni	Crediti <sup>3</sup>	Totale	Credito per abitazioni	Altri crediti		
in percentuale del PNL/PIL									
Stati Uniti . . . . .	1980-84	- 0,2	1,2	3,9	4,9	2,9	1,7	5,0	14,5
	1985	- 2,0	2,4	3,7	4,0	3,8	3,6	8,3	19,7
	1986	- 1,9	2,4	3,8	4,3	4,8	2,2	6,5	17,8
Giappone . . . . .	1980-84	0,7	0,5	7,0	8,2	1,6	2,1	9,2	21,1
	1985	0,5	1,0	7,7	9,2	0,9	1,7	6,3	18,1
	1986	0,4	1,3	8,0	9,7	1,2	1,8	5,8	18,5
Germania . . . . .	1980-84	0,3	0,1	5,1	5,5	3,4	0,6	3,8	13,4
	1985	0,4	0,3	3,9	4,6	2,1	0,7	2,4	9,7
	1986	0,6	0,4	2,0	3,0	1,5	0,5	2,3	7,3
Francia . . . . .	1980-84	1,6	0,7	5,8	8,1	3,9		4,7	16,7
	1985	2,2	0,8	3,8	6,8	4,0		4,5	15,3
	1986	3,0	0,8	3,5	7,3	3,2		3,7	14,2
Regno Unito . . . . .	1980-84	0,5	0,2	2,2	2,9	4,4	1,6	4,3	13,2
	1985	1,0	0,5	2,2	3,7	5,3	2,0	3,3	14,3
	1986	1,4	0,6	1,6	3,6	6,2	1,6	2,4	13,8
Italia . . . . .	1980-84	1,5	0,3	6,4	8,2	0,8		12,3	21,3
	1985	1,2	0,2	5,6	7,0	1,1		14,9	23,0
	1986	1,3	0,6	4,7	6,6	1,3		12,4	20,3
Canada . . . . .	1980-84	1,6	0,8	2,8	5,3	2,2	1,6	8,5	17,5
	1985	2,3	0,4	2,0	4,7	2,9	2,2	9,2	19,0
	1986	2,6	0,9	1,4	4,9	4,5	2,4	7,0	18,8

<sup>1</sup> Per il Giappone, il Regno Unito e il Canada, l'indebitamento delle imprese pubbliche è incluso nell'indebitamento del settore pubblico e per la Germania l'indebitamento del settore dell'edilizia residenziale è incluso nel credito alle famiglie.

<sup>2</sup> Per l'Italia, emissioni nette meno acquisti di azioni da parte delle imprese private, più variazioni dei fondi di dotazione delle imprese pubbliche. <sup>3</sup> Include i titoli del mercato monetario e l'indebitamento verso l'estero.

Fonti: conti finanziari nazionali.

petrolio ha agito da stimolo sulle decisioni di spesa del settore. I prezzi delle abitazioni hanno continuato a salire rapidamente nel Regno Unito e in Giappone, favorendo la domanda di prestiti ipotecari. In Francia e in Svezia sono state allentate le restrizioni al ricorso al credito da parte delle famiglie.

Di fronte alla forte domanda di azioni ed all'elevato costo reale del credito le imprese hanno accresciuto in termini relativi il ricorso ai finanziamenti con vincolo di capitale. Lo scorso anno negli Stati Uniti è diminuito rispetto al 1985 il volume delle azioni acquistate; nella maggior parte degli altri paesi riportati in tabella è aumentata la quota rappresentata dalle azioni sul totale dei fondi lordi raccolti sul mercato. Le nuove emissioni di capitale sono state particolarmente sostenute in Francia, Germania e Regno Unito. Inoltre, nel 1986 si è assistito ad una forte crescita delle emissioni di titoli obbligazionari collegati ad azioni: negli Stati Uniti le obbligazioni convertibili collocate sul mercato primario hanno raggiunto un livello senza precedenti, mentre le imprese giapponesi hanno fatto ampio ricorso alle obbligazioni con *warrant* nelle loro emissioni sui mercati esteri. Lo scorso anno le imprese della maggior parte dei paesi hanno ridotto i finanziamenti esterni sotto forma di crediti, senza dubbio a causa delle tendenze in atto dei tassi di interesse e dei corsi azionari, ma forse anche in seguito all'intensificarsi del processo di *securitisation* e di liberalizzazione dei mercati finanziari.

Infatti, la recente attività di emissione azionaria sui mercati dell'Europa continentale pare rispecchiare uno spostamento di fondo nelle strategie di finanziamento aziendale, oltreché una risposta agli andamenti dei tassi di interesse e dei prezzi delle azioni. Lo scorso anno in Germania, Francia e Italia l'ammontare della capitalizzazione di mercato in rapporto al PNL ed il volume delle nuove emissioni azionarie risultavano triplicati rispetto ai livelli – invero assai modesti – dei primi anni ottanta. In parte questa evoluzione è dovuta agli sforzi delle autorità, di cui si è già fatta menzione, per incoraggiare l'acquisizione di nuovo capitale e l'investimento in azioni. Oltre a ciò, tuttavia, essa potrebbe rispecchiare una tendenza di fondo verso un più ampio ruolo dei conferimenti di capitale fra le fonti di finanziamento delle imprese in tali paesi.

Nel 1986 si è altresì registrata una sensibile accelerazione nella partecipazione internazionale ai mercati azionari interni che, congiuntamente ai cambiamenti intervenuti durante l'anno nel quadro normativo e nel comportamento degli operatori, lascia prevedere una maggiore integrazione dei mercati medesimi. Lo scorso anno gli investitori esteri hanno acquistato azioni sul mercato degli Stati Uniti per \$17 miliardi circa, una cifra quasi tripla rispetto all'ammontare dell'anno precedente, ed i residenti giapponesi hanno investito su base netta \$7 miliardi in azioni estere, rispetto al valore di \$1 miliardo nel 1985. Le nuove emissioni di euroazioni, praticamente nulle prima del 1985, hanno superato l'anno scorso la cifra di \$7 miliardi. Talune modifiche normative, come l'innalzamento dei limiti posti in Giappone, Canada e Svizzera ai fondi-pensione ed alle società di assicurazione-vita per l'acquisizione di attività estere, potrebbero ampliare le possibilità di investimenti azionari internazionali.

Anche l'attività sui mercati obbligazionari è stata caratterizzata nel 1986 dalla crescente importanza delle transazioni internazionali. Le emissioni nette di obbligazioni sui mercati interni dei paesi del Gruppo dei Dieci, valutate ai tassi di cambio del 1985, sono aumentate complessivamente del 5%. Per contro le emissioni nette di obbligazioni estere e di euroobbligazioni sono salite, sempre a tassi di cambio costanti, di circa il 15%. La negoziazione internazionale di obbligazioni è stata incoraggiata dall'allentamento dei vincoli valutari in taluni paesi e dalla crescita in ampiezza e spessore dei mercati dei *futures*, delle opzioni e degli *swaps* su valute. Ad esempio, la quota delle nuove obbligazioni internazionali soggette a *swap* all'emissione è aumentata ininterrottamente negli ultimi quattro anni, fino a portarsi al 16% nel 1986 (al 25% per gli strumenti denominati in valute diverse dal dollaro). Questa tendenza, congiunta alla liberalizzazione finanziaria che ha aperto i mercati nazionali alle influenze esterne, ha probabilmente contribuito all'accresciuta uniformità dei movimenti nei tassi di interesse osservata in precedenza.

I fattori di natura internazionale hanno esercitato un'influenza rilevante sui mercati obbligazionari interni di molti paesi. Ad esempio, nel 1986 le emissioni nette delle imprese non finanziarie giapponesi sono state costituite per quasi il 50% da obbligazioni estere. Una ragione di questa tendenza va ricercata nei vincoli amministrativi, come le prescrizioni in termini di garanzia reale, cui soggiacciono le emissioni obbligazionarie in Giappone. Alcuni di questi vincoli sono stati recentemente allentati, in parte per stimolare la crescita delle emissioni di obbligazioni sul mercato interno da parte delle società private. Un fenomeno opposto, che in certa misura fa da contropartita a quello suddetto, è rilevabile in Svizzera, dove ben

il 70% delle obbligazioni è stato emesso da mutuatari esteri. Nel 1986 le emissioni lorde in Svizzera sono aumentate del 10%, nonostante il calo del volume dei prestiti collocati da mutuatari residenti.

Un aspetto particolarmente notevole dell'accresciuta presenza internazionale sui mercati finanziari interni è l'impatto esercitato su questi ultimi dall'atteggiamento e dalle preferenze degli investitori esteri. In Germania, ad esempio, questi hanno mostrato un forte interesse per i titoli a lungo termine del governo federale, incoraggiati dalle favorevoli prospettive di cambio e dall'abolizione, nel 1984, della ritenuta di imposta sugli interessi corrisposti agli obbligazionisti non residenti. Di conseguenza, il governo tedesco ha rimpiazzato buona parte degli strumenti a breve, come gli *Schuldscheine*, con titoli a più lunga scadenza. La quota delle obbligazioni sul totale del debito pubblico è aumentata dal 26% nel 1983 al 37% nel 1986, mentre quella degli *Schuldscheine* è scesa dal 71 al 61%. L'interesse da parte degli operatori esteri ha contribuito ad aumentare l'ampiezza e lo spessore del mercato dei titoli di Stato tedeschi, ed ha consentito al governo federale di limitare gli oneri del servizio del debito e di allungare la sua scadenza media. Inoltre, lo scorso anno i mutuatari e prestatori esteri hanno permesso ai tedeschi di operare a livello aggregato con una forte asimmetria in termini di scadenze fra la raccolta ed il collocamento di fondi. La maggior parte dei titoli di Stato, e circa i tre quarti di tutte le obbligazioni emesse in Germania lo scorso anno, sono stati acquistati da non residenti, il che ha comportato DM 37 miliardi di afflussi netti di capitali a lungo termine. I risparmiatori tedeschi hanno acquistato quasi esclusivamente attività a breve, senz'altro stimolati dagli elevati rendimenti reali a breve termine.

Negli Stati Uniti gli investitori giapponesi sono stati fra gli operatori più attivi sul mercato dei *Treasury bonds*, assorbendo una parte ingente dei titoli a lungo termine in sede d'asta ed esercitando un forte influsso sulla determinazione dei prezzi delle obbligazioni del Tesoro USA. La caduta dei corsi di queste ultime in seguito alla marcata debolezza del dollaro nel marzo e aprile 1987 è un chiaro esempio dell'effetto che possono avere sul mercato USA le preferenze degli investitori esteri.

*Plusvalenze azionarie e risparmio delle famiglie.* I guadagni in conto capitale avutisi nel 1986 sui mercati azionari hanno comportato un considerevole aumento della ricchezza netta del settore famiglie. La tabella che segue mostra l'incidenza di questo fattore in rapporto alla quota di risparmio del settore in quattro paesi. Le plusvalenze di capitale possono essere succedanee del risparmio generato dal reddito corrente; ciò può avvenire contestualmente, in quanto i guadagni sono attesi o anticipati, oppure nel corso del tempo, poiché essi accrescono la ricchezza delle famiglie in rapporto al reddito. Un certo effetto di sostituzione pare emergere dal raffronto fra la propensione al risparmio ed i guadagni di capitale nella tabella stessa. Infatti, negli Stati Uniti e nel Regno Unito, a plusvalenze patrimoniali superiori alla media nel corso degli ultimi anni si accompagnano minori saggi di risparmio.

I dati riportati pongono in una diversa luce il basso livello del risparmio delle famiglie negli Stati Uniti. Se si includono le plusvalenze azionarie nei flussi di risparmio risulta che negli Stati Uniti le famiglie hanno accumulato attività ad un tasso prossimo a quello degli altri paesi. Inoltre, nonostante i bassi tassi di risparmio, le plusvalenze azionarie hanno fatto risalire ai livelli della fine degli anni sessanta il rapporto fra la ricchezza finanziaria netta ed il reddito delle famiglie.

Settore famiglie: propensione al risparmio e plusvalenze azionarie<sup>1</sup>

Paesi e voci	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986 <sup>2</sup>	1979-86	Per memoria: categorie di attività del settore famiglie <sup>3</sup> ; 1985			
	in percentuale sul reddito disponibile delle famiglie									azioni	obbligazioni	investimento istituzionale	
<b>Stati Uniti</b>													
propensione al risparmio . . .	6,8	7,1	7,5	6,8	5,4	6,3	5,1	3,9	6,1				
plusvalenze azionarie . . .	9,8	15,9	-1,1	6,5	7,4	2,8	13,2	13,1	8,5	14,6	18	10	19
<b>Giappone</b>													
propensione al risparmio . . .	16,8	16,4	17,0	15,3	15,0	14,7	14,7	15,8	15,7				
plusvalenze azionarie . . .	0,5	0,8	1,1	0,6	4,4	3,3	1,6	10,6	2,8	18,5	12	8	17
<b>Germania</b>													
propensione al risparmio . . .	13,8	14,1	14,7	13,8	12,5	12,9	12,7	13,2	13,5				
plusvalenze azionarie . . .	-0,5	0,0	-0,3	0,3	1,1	0,4	3,2	1,3	0,7	14,2	6	15	17
<b>Regno Unito</b>													
propensione al risparmio . . .	13,1	15,0	13,5	12,9	11,6	12,1	11,4	11,0	12,6				
plusvalenze azionarie . . .	2,7	6,0	0,8	4,8	6,2	6,1	3,9	6,1	4,6	17,2	11	4	43

<sup>1</sup> Dati desunti dai conti nazionali. Guadagni in conto capitale sulle azioni possedute direttamente, ossia con esclusione delle disponibilità detenute attraverso i fondi-pensione e le società di assicurazione-vita (investimento istituzionale).

<sup>2</sup> Propensione al risparmio per il Giappone e plusvalenze azionarie in tutti i paesi; valori stimati. <sup>3</sup> Quota percentuale sul totale delle attività finanziarie lorde.

**La crescita dell'indebitamento dei settori**

Come mostra la tabella seguente, in gran parte delle economie maggiori negli ultimi anni è cresciuto il rapporto fra debito e reddito dei settori imprese, famiglie ed amministrazioni pubbliche. Questi sviluppi hanno spesso suscitato la preoccupata attenzione delle autorità monetarie e di altri osservatori circa il funzionamento del sistema finanziario. I timori sono di natura differente a seconda che si tratti dell'indebitamento privato o di quello pubblico. Nel caso del settore pubblico essi riguardano soprattutto il pericolo che la spesa privata subisca un effetto di "spiazzamento", nonché la prospettiva che il crescente debito renda necessari aggravii fiscali per far fronte ai pagamenti in conto interessi e capitale. Per quanto riguarda il settore privato, il timore principale è che l'aumento del rapporto di indebitamento possa comportare una più elevata incidenza delle insolvenze.

*Debito pubblico: politiche perseguite e prospettive.* Negli ultimi anni i disavanzi strutturali di bilancio hanno comportato una rapida crescita del debito pubblico in essere in rapporto al PNL (cfr. grafico a pagina 86) in diversi paesi, fra i quali figurano non soltanto gli Stati Uniti, ma anche l'Italia, l'Irlanda, il Belgio ed il Canada. In altri paesi, come il Giappone, si prospettano potenziali problemi in un futuro non lontano per la presenza di sistemi di previdenza sociale non basati sull'accantonamento preventivo di fondi, combinati ad un aumento dell'età media della popolazione. In mancanza di decisi aggravii fiscali o di riduzioni delle prestazioni

**Rapporto fra indebitamento lordo e PNL per i settori interni non finanziari<sup>1</sup>**

Paesi	Anni	Settore pubblico	Imprese	Famiglie
		in percentuale		
Stati Uniti . . . . .	1975	42	37	50
	1985	52	42	61
	1986	56	45	65
Giappone . . . . .	1975	39	94	33
	1985	90	102	46
	1986 <sup>2</sup>	91	102	47
Germania . . . . .	1975	25	63	42
	1985	41	72	56
	1986	41	71	55
Regno Unito . . . . .	1975	63	46	33
	1985	60	46	51
	1986 <sup>2</sup>	58	48	55
Canada . . . . .	1975	53	65	52
	1985	83	64	50
	1986	84	64	54

<sup>1</sup> Dati di contabilità nazionale. Per il Canada le cifre dell'indebitamento del settore pubblico consolidato sono stimate.

<sup>2</sup> Terzo trimestre.

sociali, l'evoluzione demografica in corso può determinare in questi paesi una rapida crescita del debito pubblico nei prossimi decenni, in quanto i sistemi previdenziali si troveranno in una situazione di crescente squilibrio finanziario.

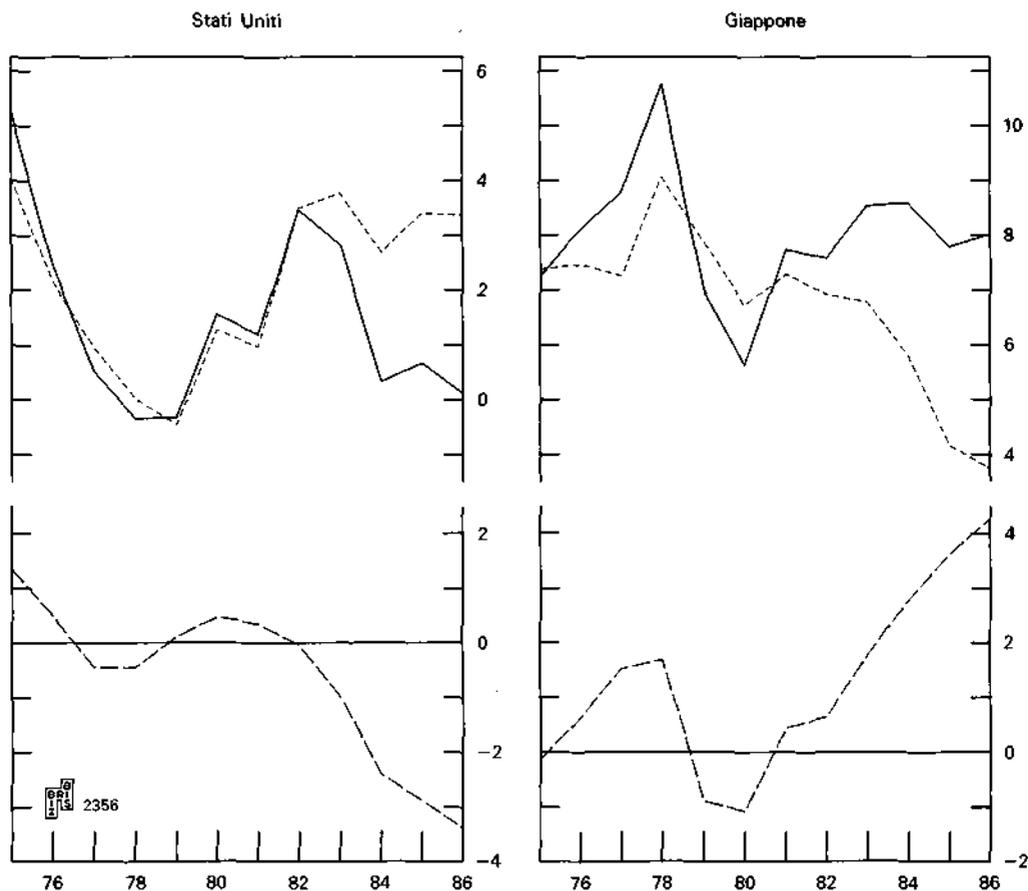
Questi sviluppi hanno focalizzato l'attenzione di molti osservatori sulle possibili conseguenze per l'economia del dilatarsi del debito pubblico. Sussistono al riguardo opinioni fortemente discordi: da un lato vi è chi argomenta che il finanziamento della spesa pubblica con il ricorso all'indebitamento equivale, quanto agli effetti, alla copertura con mezzi fiscali; dall'altro vi sono coloro che sostengono un punto di vista più largamente condiviso, secondo cui la prima forma di finanziamento ha un impatto espansivo maggiore sulla domanda aggregata, almeno quando l'economia opera con un margine di capacità inutilizzata. Gli effetti espansivi sono annullati nella misura in cui un aumento della domanda di moneta non è assecondato dalle autorità, dando luogo così ad un rialzo dei tassi di interesse e ad una contrazione degli investimenti, ossia ad un effetto di "spiazzamento". Questo può prodursi anche attraverso un afflusso di fondi dall'estero che determini un apprezzamento del tasso di cambio e lo "spiazzamento" dei settori esposti alla concorrenza internazionale.

Come appare dal grafico seguente, i dati relativi agli Stati Uniti indicano che i disavanzi di bilancio hanno comportato un aumento della domanda interna ed un più basso risparmio interno aggregato. La spesa per investimenti si è accresciuta rapidamente nella prima fase della ripresa economica, ma più di recente essa è calata in rapporto al PNL, mentre si è dilatato l'indebitamento all'estero. Tali andamenti si sono accompagnati ad alti tassi di interesse nominali e, fino agli inizi del 1985, ad un apprezzamento del dollaro. I dati tendono pertanto a contraddire la tesi secondo cui gli operatori del settore privato sarebbero "ultrarazionali" e anticiperebbero il futuro debito d'imposta che comporta l'emissione di debito pubblico accrescendo il risparmio in vista del maggior onere fiscale. Di fatto, il risparmio

Stati Uniti e Giappone: disavanzi dei settori pubblico e privato e saldo con l'estero; 1975-1986

In percentuale del PNL

- saldo risparmio-investimenti
- - - disavanzo del settore pubblico
- - - saldo con l'estero



loro negli Stati Uniti è calato negli ultimi due anni, mentre il disavanzo federale ha continuato a dilatarsi, cosicché è enormemente cresciuta la dipendenza del paese dal risparmio estero per il finanziamento del settore pubblico e di quello privato.

Le preoccupazioni a riguardo del debito pubblico non si limitano al problema dello "spiazzamento". Considerando sempre il caso degli Stati Uniti, esse si riconnettono altresì al rapido aumento degli oneri per il servizio del debito in rapporto alla spesa pubblica complessiva. Dato l'alto livello dell'indebitamento esterno, in particolare verso il Giappone, gran parte di questi oneri sono costituiti da pagamenti da effettuarsi a non residenti, anche se in dollari. Il finanziamento esterno dei consumi pubblici e privati e gli ampi disavanzi delle partite correnti hanno determinato una diminuzione della ricchezza nazionale degli Stati Uniti rispetto ai suoi *partners* commerciali. Inoltre, la necessità di adottare provvedimenti per ridurre il disavanzo strutturale di bilancio potrebbe impedire l'impiego della politica fiscale come strumento di stabilizzazione anticongiunturale.

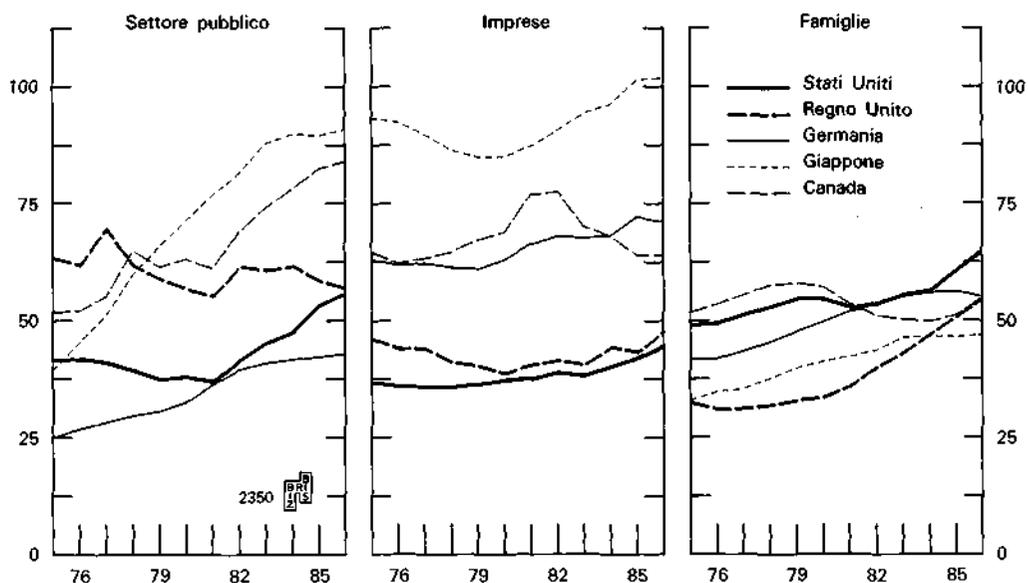
Le ripercussioni del crescente debito pubblico possono essere in certa misura diverse per le economie di minori dimensioni. In questo caso è assai meno probabile che un aumento del deficit pubblico induca un apprezzamento esterno della moneta per effetto degli afflussi di capitali. E' più verosimile invece che ne consegua un deprezzamento. I problemi più acuti sorgono spesso dai crescenti esborsi per il servizio del debito in essere, soprattutto se essi sono denominati in valuta estera. In effetti alcuni paesi, come Italia, Belgio e Irlanda, rischiano di arrivare ad un punto in cui – in presenza di tassi di interesse superiori al tasso di crescita della domanda in termini nominali – gli oneri per il servizio del debito aumentano più rapidamente delle entrate tributarie, cosicché il governo si trova costretto ad emettere un volume sempre maggiore di passività.

La risposta della politica fiscale di fronte al problema del debito pubblico negli ultimi anni è stata generalmente quella di decurtare la spesa anziché di incrementare il prelievo fiscale. Attraverso questa via diversi paesi europei ed il Giappone sono stati in grado di comprimere il deficit del settore pubblico rispetto agli elevati livelli dei primi anni ottanta (cfr. tabella a pagina 38). In taluni paesi la crescita economica ha di per sé ridotto i disavanzi accrescendo il gettito tributario e riducendo in pari tempo le erogazioni dipendenti dal ciclo congiunturale, come le indennità di disoccupazione. Negli Stati Uniti una certa restrizione delle uscite pubbliche è stata realizzata sia attraverso tagli veri e propri di spesa in seguito all'attuazione della legge Gramm-Rudman-Hollings sia – fino all'aprile 1987 – in virtù del calo dei tassi di interesse nominali. Anche le entrate fiscali mostrano una tendenza ad accrescersi. In considerazione dei futuri oneri per le erogazioni previdenziali, il Regno Unito si prefigge di ridurre in misura significativa le prestazioni previste in base al sistema statale di pensioni collegate alle retribuzioni, mentre in Francia e in Belgio sono state emanate norme che incoraggiano l'espansione dei fondi-pensione privati.

*L'espansione dell'indebitamento privato: una fonte di preoccupazione?* Come mostra il grafico a pagina 86, negli ultimi anni il debito delle imprese e/o delle famiglie è aumentato fortemente in relazione al reddito in un certo numero di paesi industriali. Entrambi i settori segnano una crescita dell'indebitamento negli Stati Uniti, mentre nel Regno Unito si rileva una netta progressione per il settore delle famiglie. In molti paesi europei ed in Giappone le imprese sono pesantemente indebitate in relazione alla base di capitale. Un elevato indice di indebitamento può facilmente essere fonte di problemi nel caso di un'evoluzione sfavorevole di altre determinanti dei bilanci aziendali, quali i profitti, il valore delle attività o i tassi di interesse, come potrebbe accadere in una fase recessiva. L'incidenza del debito sul reddito costituisce un indicatore di tali problemi potenziali, come si può rilevare da un raffronto dell'andamento di tale rapporto con quello degli indici di insolvenza nel grafico di pagina 87. Certamente, i crescenti indici di indebitamento potrebbero in taluni casi comportare una sovrastima del rischio di insolvenza. Le posizioni debitorie derivanti dall'uso di carte di credito, nella misura in cui queste sono utilizzate come strumento di pagamento ed i saldi sono regolati mensilmente, non dovrebbero rappresentare una forma gravosa di indebitamento. Lo stesso può dirsi del maggiore indebitamento causato da movimenti di natura demografica (come ad esempio, nel caso in cui vi sia un aumento nel numero di giovani che acquistano un'abitazione con mutuo ipotecario). L'aumento di valore delle attività avutosi nel periodo recente potrebbe ridurre i rischi, sempreché le plusvalenze siano preservate.

Rapporto indebitamento lordo/PNL per settori; 1975-1986

In percentuale



Fonti: dati di contabilità nazionale.

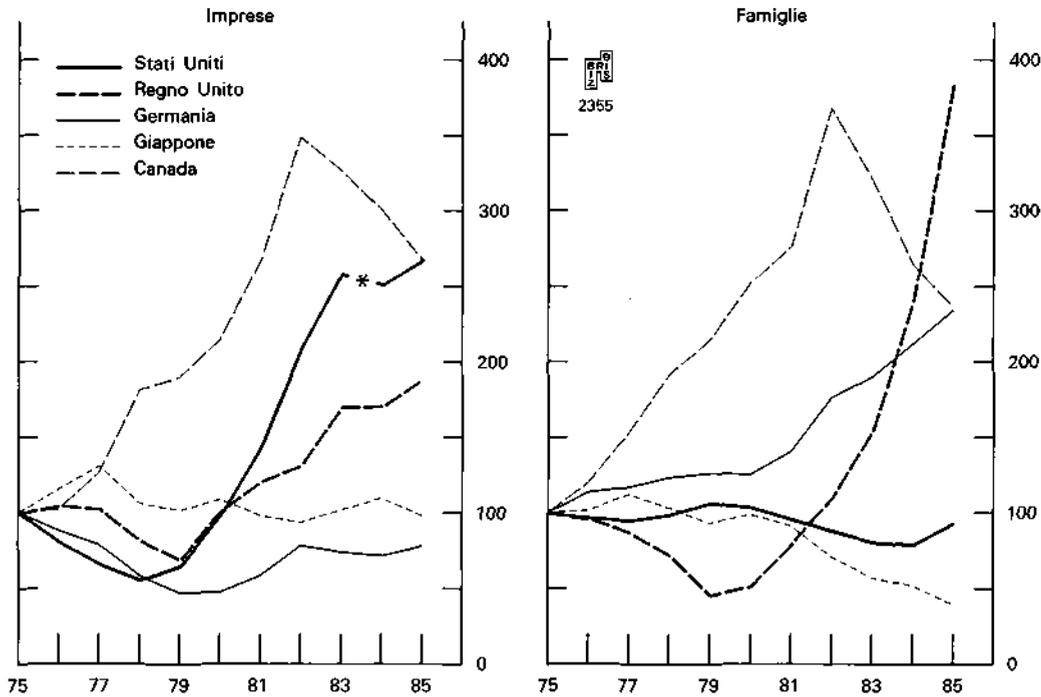
Va comunque rilevato che la *distribuzione* delle attività differisce spesso da quella del debito, per cui non si può escludere la possibilità che vi sia stato un diffuso deterioramento dei bilanci.

Una delle principali cause del crescente indebitamento del settore privato è stata l'interazione di fattori economici di fondo – per la maggior parte dei paesi inflazione e sistema impositivo – con la liberalizzazione finanziaria, che ha determinato una riduzione del razionamento del credito ad opera di meccanismi non di mercato. La rapida espansione dell'indebitamento privato può essere stata facilitata anche da altri sviluppi sul piano finanziario, come la diffusione degli strumenti a tasso variabile e la crescita dei mercati secondari.

Nella maggior parte dei paesi i sistemi di *tassazione* incoraggiano il finanziamento con vincolo di prestito permettendo la deduzione degli interessi passivi. Se si eccettua la recente riforma fiscale negli Stati Uniti, la normativa fiscale non ha subito cambiamenti a tale riguardo negli ultimi anni. Il regime tributario potrebbe pertanto di per sé spiegare l'accresciuto ricorso al credito. L'interazione del sistema fiscale con l'inflazione negli anni passati può però aver rafforzato l'incentivo ad assumere passività, poiché nei periodi di inflazione è consentita una deduzione ai fini fiscali per quella parte degli interessi che di fatto costituisce un rimborso di capitale. A prescindere dal regime tributario, è probabile che l'*inflazione* stessa abbia stimolato l'indebitamento negli anni settanta, soprattutto in quanto i tassi di interesse reali al netto d'imposta erano decisamente bassi ed in alcuni casi addirittura negativi. Corrispondentemente, l'inflazione spesso riduce il rapporto debito/reddito incoraggiando così una ulteriore accumulazione di passività da parte del settore privato. Benché l'inflazione sia ora fortemente diminuita, è possibile che persista in certa misura la propensione ad indebitarsi acquisita durante il periodo inflazionistico.

Indici di insolvenza; 1975–1985

1975 = 100



\* Discontinuità nella serie.

Nota: dati e definizioni nazionali. Settore imprese: indice dei fallimenti societari. Settore famiglie: per gli Stati Uniti, tasso dei fallimenti civili; per il Regno Unito, quota annua delle ipoteche sottoposte a procedura di esproprio per morosità; per il Giappone, sospensione delle transazioni bancarie; per la Germania e il Canada, procedimenti concorsuali a carico di persone fisiche.

La rapida crescita dell'indebitamento può derivare anche da sviluppi complementari sui mercati dei capitali. Forse il più importante fra questi è stato il minore *razionamento quantitativo del credito* da parte del settore finanziario ossia, in termini più generali, un aumento dell'offerta libera di credito sul mercato. Una causa diretta di questo fenomeno risiede nelle *modifiche normative*. Ad esempio, negli Stati Uniti l'abolizione dei vincoli sui tassi di interesse corrisposti sui depositi agli inizi degli anni ottanta ha consentito una più intensa concorrenza nella raccolta di fondi, mentre nel Regno Unito la soppressione dei controlli quantitativi sulla crescita dei bilanci bancari nel 1980 ha permesso alle banche di accedere a nuovi mercati creditizi che in passato erano monopolio di determinate istituzioni. Lo scorso anno anche in Francia e in Svezia sono stati aboliti i massimali all'espansione del credito bancario.

Talune innovazioni finanziarie possono parimenti avere allentato il razionamento del credito e quindi consentito l'espansione dell'indebitamento. Lo sviluppo di tecniche di copertura come gli *strumenti a tasso variabile* ha ridotto il rischio cui è esposto un intermediario per effetto di una dissimmetria in termini di tassi di interesse fra passività a breve ed impieghi a lungo termine. Tali strumenti possono altresì stimolare la domanda di credito in quanto comportano un minore

rischio per il mutuatario di fronte ad un calo dei tassi di interesse al regredire dell'inflazione. D'altra parte, però, il debitore a tasso variabile è più esposto agli effetti sfavorevoli di un incremento dei tassi di interesse. I *mercati secondari* permettono ai prestatori di erogare credito in misura superiore a quella che sarebbe loro consentita dai fondi propri qualora dovessero mantenere in bilancio i crediti accordati, poiché questi possono essere incorporati in strumenti negoziabili e trasferiti in tale forma ad investitori finali come le società di assicurazione-vita o i fondi-pensione. I mercati secondari facilitano inoltre la gestione del rischio nei portafogli di attività e passività delle istituzioni finanziarie e possono ridurre l'incentivo a vigilare sulla qualità dei prestiti assistiti da garanzia reale, se gli investitori cercano semplicemente di ridurre il proprio rischio mediante la diversificazione. *Altre tecniche innovative* (come gli *swaps*, le *junk bonds*, le facilitazioni in appoggio all'emissione di titoli) hanno consentito l'accesso dei mutuatari a nuovi mercati e possono aver ridotto la percezione del rischio da parte dei prestatori. Più in generale, l'ulteriore sviluppo dei mercati ha reso disponibile ai mutuatari una fonte alternativa di fondi, che consente loro di evitare il razionamento del credito da parte delle banche.

E' opinione diffusa che, se da un lato l'utilizzo di tecniche quali gli strumenti a tasso variabile pare aver trasferito taluni rischi dagli investitori ai mutuatari, verosimilmente ciò non ha affatto ridotto i rischi collegati al ciclo economico, ad un'ascesa dei tassi di interesse e ad altre variabili macroeconomiche. Certi rischi non sono di per sé diversificabili. Nondimeno, i mutuatari sono stati inclini ad accumulare passività, date le circostanze favorevoli prevalenti negli ultimi anni, come i tassi di interesse calanti. La diminuzione del rischio nelle valutazioni dei prestatori può rivelarsi illusoria, in quanto i mutuatari — che in taluni casi sono relativamente "male equipaggiati" per far fronte ad esiti sfavorevoli — potrebbero non essere in grado di adempiere le loro obbligazioni in presenza di circostanze avverse.

L'esperienza recente fornisce numerosi esempi dei rischi potenziali connessi alla crescita dell'indebitamento, anche nei paesi economicamente sviluppati. Ad esempio, in Canada l'espansione del debito del settore privato negli ultimi anni settanta ed agli inizi di questo decennio, dovuta in gran parte al finanziamento di acquisizioni societarie e di investimenti immobiliari, aveva condotto ad un'eccessiva dilatazione dei bilanci, che a sua volta aveva determinato nei primi anni ottanta una recessione più grave che in altri paesi, accompagnata da un elevato numero di insolvenze nei settori delle imprese e delle famiglie.

L'espansione del debito del settore privato può porre le autorità di fronte ad un dilemma nella scelta dell'azione appropriata. Anzitutto esse devono valutare se tale fenomeno privato costituisce un potenziale problema a livello microeconomico, che richiede provvedimenti quali un controllo più stringente dell'esposizione al rischio delle istituzioni creditizie e modifiche della struttura impositiva, o piuttosto un problema macroeconomico da affrontare con misure correttive di politica fiscale o monetaria. E' stato osservato che un diffuso deterioramento dei bilanci tale da condurre a stati di insolvenza è generalmente la *conseguenza* di avverse condizioni macroeconomiche. La questione della risposta appropriata delle politiche è quindi collegata alla misura in cui i dissesti possono acuire una situazione macroeconomica sfavorevole. L'ampiezza della retroazione delle insolvenze sul sistema finanziario e sull'economia reale è difficilmente valutabile non soltanto a priori, ma anche a fatti

avvenuti. Nondimeno, l'importanza potenziale di tali effetti di ritorno può ben essere illustrata dalle difficoltà nei settori agricolo e petrolifero in talune aree dell'America del Nord. Tali problemi sono iniziati con una recessione localizzata, collegata al processo di disinflazione ed alla variazione dei prezzi relativi delle attività reali e finanziarie. Ben presto però essa ha avuto gravi ripercussioni sulla solvibilità bancaria, sulla prosperità regionale e persino sull'attività economica a livello nazionale, in particolare per quanto concerne gli investimenti delle imprese.

Un aspetto del problema cui hanno dovuto far fronte le autorità di alcuni paesi è quello posto dalla combinazione del crescente indebitamento con più ampie fluttuazioni dei tassi di interesse. Questo problema può sorgere allorché gli investitori o i mutuatari non adeguano all'accresciuta variabilità dei tassi le tecniche di copertura del rischio di interesse e la base di capitale in rapporto all'esposizione creditizia. Ciò fa ritenere che vi sia un problema sottostante di inesatta valutazione da parte dei debitori e dei creditori, il quale può imporre un vincolo aggiuntivo alla politica macroeconomica.

L'importanza del sistema tributario come incentivo all'emissione di strumenti debitori è già stata sottolineata. Eventuali modifiche del trattamento fiscale dei debiti potrebbero avere un ruolo di rilievo nel contrastare le tendenze verso un'eccessiva espansione del finanziamento creditizio. Ad esempio, con l'introduzione di disposizioni come la riduzione dell'aliquota dell'imposta sulle società e l'abolizione della deducibilità degli interessi passivi sul credito al consumo, la recente riforma fiscale negli Stati Uniti sposta il baricentro degli incentivi tributari per le imprese dal finanziamento con vincolo di prestito a quello sotto forma di capitale di rischio e induce le famiglie ad evitare il credito al consumo a favore dei prestiti ipotecari.

### **Recenti sviluppi del processo di liberalizzazione finanziaria; analisi dei benefici e dei costi; risposte sul piano normativo**

Nel precedente paragrafo si è visto come l'aumento del rapporto indebitamento/reddito nel settore privato possa talvolta essere collegato alla liberalizzazione dei mercati bancari e finanziari. La crescita del debito è tuttavia una sola delle conseguenze del processo di liberalizzazione. In questo paragrafo sono passati in rassegna i recenti sviluppi di tale processo; a ciò fa seguito una valutazione di alcuni fra i benefici e costi di maggior peso ad esso associati. La trattazione intende fornire un quadro di riferimento per l'analisi delle risposte attuali e future delle politiche.

*Recenti sviluppi sui mercati dei capitali; liberalizzazione ed innovazione.* Gli aspetti basilari che hanno caratterizzato l'evoluzione nel corso del 1986 sono quelli collegati alla deregolamentazione dei mercati finanziari, ed in particolare alla ristrutturazione della City di Londra, nota come "Big Bang". La causa immediata di tale ristrutturazione era costituita dal timore che la Borsa valori fosse chiamata in giudizio per contravvenzione alla legge britannica anti-monopolio ("Restrictive Practices Act"). Questa minaccia è venuta meno soltanto dopo che è stato concordato di sopprimere le "commissioni minime", un'innovazione questa che rendeva necessario eliminare sia la separatezza istituzionale fra i mediatori ("brokers") e gli operatori in proprio ("jobbers"), sia le restrizioni poste per

l'accesso alle contrattazioni di borsa. Tuttavia, le ragioni di fondo vanno ricercate nell'abolizione dei controlli valutari nel 1979, con la conseguente apertura del mercato finanziario interno alla concorrenza internazionale, nonché nella precedente deregolamentazione del mercato di New York, avvenuta nel 1975. Vi era infatti il timore che, in mancanza di una radicale ristrutturazione, la piazza finanziaria londinese non sarebbe più stata in grado di competere con le istituzioni estere, e che quindi l'attività si sarebbe spostata su altri mercati.

Il risultato della riforma è stato un ingente afflusso di capitali sul mercato londinese da banche britanniche ed estere, in quanto esse hanno acquisito la proprietà degli istituti agenti in veste di mediatori e di operatori in proprio. In pari tempo sono stati apportati miglioramenti sostanziali alle strutture tecniche di supporto alle negoziazioni, fra cui la predisposizione di sistemi di contrattazione e di regolamento tali da consentire simultaneamente la duplice attività di mediazione e di *market-making*, unitamente a procedure di quotazione e di sorveglianza che garantiscono l'efficienza del mercato e la protezione degli investitori. Il "Big Bang" è stato accompagnato dalla fusione dei mercati mobiliari nazionale ed internazionale di Londra, che dovrebbe consentire alla City di rafforzare la sua posizione di egemonia in taluni mercati internazionali come quelli delle euroobbligazioni e delle euroazioni. L'avvio del nuovo sistema è stato accompagnato da una riorganizzazione della vigilanza del mercato finanziario basata su organismi di autoregolamentazione sotto la tutela del "Securities and Investment Board", che sarà preposto al controllo dello svolgimento delle operazioni ed alla supervisione degli aspetti prudenziali dell'attività di investimento finanziario. Nei mercati "all'ingrosso" la regolamentazione dovrà focalizzarsi su procedure di controllo prudenziale sugli assuntori di rischio; nei mercati "al dettaglio" sarà attribuito un peso particolare alla protezione degli investitori. In ogni settore del mercato è stata sottolineata l'importanza di evitare conflitti di interesse all'interno di una medesima istituzione attraverso un'appropriata compartimentazione che separi le responsabilità facenti capo alle diverse aree operative.

Finora i risultati del "Big Bang" sono stati un considerevole aumento del volume delle contrattazioni su titoli azionari britannici ed esteri, un restringimento degli *spreads* e dei costi di negoziazione – in particolare per le istituzioni maggiori, che trattano spesso direttamente con i *market-makers* senza addebito di commissioni – ed una riduzione dei margini di profitto per gli operatori del mercato mobiliare. Inoltre ha già avuto inizio un processo di espulsione di capacità eccedente. Per molti aspetti gli sviluppi si presentano analoghi a quelli che a suo tempo fecero seguito alla deregolamentazione del mercato di New York.

Anche le autorità francesi e canadesi si accingono a proporre misure di liberalizzazione dirette ad accrescere la capitalizzazione dei rispettivi mercati mobiliari attraverso la partecipazione di imprese estere e di istituzioni finanziarie nazionali. A partire dal 1988 in Canada e dal 1990 in Francia dovrebbe essere consentito alle istituzioni estere e residenti di detenere il 100% del capitale di società di intermediazione mobiliare. In Francia dovrebbe aver termine nel 1992 l'esclusiva degli intermediari ufficiali nella contrattazione di titoli azionari; a tali operatori sarebbe tuttavia permesso di estendere la propria attività ad altri settori del mercato finanziario e di trasformarsi in banche di investimento mobiliare. La riforma

in Francia mira a migliorare la capacità degli intermediari di assumere grosse posizioni in titoli e ad incrementare la liquidità del mercato di Parigi, mentre in Canada si confida nel fatto che l'accresciuta capitalizzazione permetterà alle imprese di competere con successo sui mercati internazionali e di introdurre sul mercato interno nuovi tipi di operazioni come i *bought deals* (ossia l'acquisto di un'intera emissione di titoli da parte di un istituto di investimento mobiliare, che quindi provvede al loro collocamento presso gli investitori). La ragione essenziale che aveva indotto tali cambiamenti è stata la minaccia portata dalla concorrenza internazionale all'intermediazione finanziaria sul mercato interno. Ad esempio, in Francia si è stimato che il 15% delle contrattazioni in titoli azionari nazionali ha luogo a Londra. In Canada gli operatori in titoli erano minacciati dal sempre maggiore ricorso a fonti di finanziamento estere da parte delle imprese non finanziarie canadesi, nonché dalla tendenza ad eludere il mercato interno regolamentato a favore del mercato "franco", al quale era già stato consentito l'accesso di operatori non residenti. Le predette riforme implicano un cambiamento di approccio nella regolamentazione dei mercati: da una protezione degli assetti proprietari nazionali e dal mantenimento di una "segregazione" del sistema finanziario verso la promozione della libera concorrenza e dell'efficienza del mercato.

Cambiamenti analoghi nell'assetto normativo si sono avuti anche in altri paesi. In Danimarca, nel quadro di una riforma del mercato finanziario le banche e le società di assicurazione sono state autorizzate ad acquistare e costituire imprese per la negoziazione di valori mobiliari. In Italia le aziende di credito potranno costituire società di intermediazione finanziaria, il che comporterà, come nel Regno Unito, in Francia e in Canada, lo smantellamento delle tradizionali barriere fra l'attività bancaria ordinaria ed il mercato mobiliare. In Germania le banche sono state autorizzate ad emettere certificati di deposito negoziabili, e sono stati adottati provvedimenti per snellire le procedure operative delle otto borse valori regionali. Nel Regno Unito è stata avviata l'emissione di *commercial paper*, anche se le trattazioni di tale tipo di strumento hanno avuto la tendenza ad espandersi lentamente. Questo segmento del mercato si è andato sviluppando anche in Francia e nei Paesi Bassi. In Francia i buoni del Tesoro negoziabili stanno ormai sostituendo i tradizionali titoli non negoziabili. Inoltre è probabile che l'allentamento dei controlli valutari in questo paese conduca ad una maggiore raccolta di fondi all'estero da parte delle imprese.

In Giappone è stato ridotto il taglio minimo dei certificati del mercato monetario e dei certificati di deposito, e per i primi è stata inoltre ampliata la gamma di scadenze. Il governo ha altresì iniziato ad emettere buoni del Tesoro destinati al settore privato, da impiegare come strumenti del mercato monetario. Sono poi state allentate le prescrizioni concernenti le emissioni di obbligazioni senza garanzia reale. Gli investitori istituzionali sono stati autorizzati ad ampliare la quota delle attività sull'estero, il che con ogni probabilità è destinato ad accrescere ulteriormente il ruolo del Giappone sui mercati mondiali azionari ed obbligazionari. Tuttavia, i cambiamenti proposti non hanno sempre avuto un riscontro applicativo. Ad esempio, il mercato giapponese delle accettazioni bancarie non si è sviluppato come previsto dopo la sua deregolamentazione, in parte a causa dell'imposizione di una tassa di bollo.

I mercati finanziari hanno mostrato una notevole capacità innovativa indipendentemente dai provvedimenti ufficiali di liberalizzazione. Ciò vale in particolare per gli Stati Uniti, dove lo scorso anno hanno avuto un forte sviluppo la creazione di titoli negoziabili a fronte di crediti e l'utilizzo da parte degli investitori istituzionali di strategie di *portfolio insurance* basate sulla copertura dei rischi mediante il ricorso sistematico ai mercati dei *futures* e delle *options*.

Le banche statunitensi hanno fatto ricorso alquanto diffusamente alla *securitisation* come mezzo per reperire fondi a più basso costo, dato il declassamento dei titoli emessi a proprio nome da parte delle agenzie specializzate nella graduazione dell'affidabilità creditizia. Tale processo può anche essere visto come una reazione alle più stringenti prescrizioni in termini di adeguatezza patrimoniale imposte dalle autorità di vigilanza. Lo spessore del mercato mobiliare negli Stati Uniti costituisce un ulteriore importante fattore. La mancanza di uno o più presupposti analoghi nei mercati nazionali – e in particolare il ridotto spessore dei mercati mobiliari – ha fatto sì che tale processo fosse meno spinto negli altri paesi. Esso è stato per contro molto intenso sui mercati internazionali.

Lo scorso anno negli Stati Uniti si è avuta una rapida crescita delle emissioni di *collateralised mortgage obligations* (CMO), titoli del settore privato che offrono un rendimento commisurato ai proventi di un fondo comune di mutui ipotecari che permangono iscritti nel bilancio dell'emittente delle obbligazioni. Nel 1986 le nuove emissioni di tali titoli sono ammontate a \$48 miliardi. Si è mantenuto ad un livello assai elevato anche il volume delle emissioni dei tradizionali titoli *pass-through* garantiti da enti federali (\$257 miliardi). Il *multi-family participation certificate* della Federal Home Loan Mortgage Corporation ha costituito un'importante innovazione in questo campo, in quanto tale titolo limita i rischi di rimborso anticipato. E' previsto che la riforma fiscale conduca al rapido sviluppo dei *real estate mortgage investment conduits* (REMIC), titoli che offrono parimenti una remunerazione a fronte di un fondo comune di prestiti ipotecari e che sono tassati non a livello del fondo, bensì allo stadio dell'investitore finale. Anche altri crediti al settore privato come quelli derivanti dall'impiego di carte di credito e dalle vendite rateali di auto sono stati incorporati in strumenti negoziabili e collocati presso investitori istituzionali. Tecniche analoghe sono state utilizzate anche in altri paesi, anche se meno intensamente. Nel Regno Unito vi è stata la prima emissione di obbligazioni basate su portafogli di prestiti ipotecari; si è avuto un incremento nelle vendite di tale categoria di titoli anche in Giappone (senza però il vantaggio della messa in comune dei crediti) ed in Francia. In Canada stanno per essere introdotte obbligazioni ipotecarie simili a quelle emesse negli Stati Uniti con la garanzia della Government National Mortgage Association. In Danimarca e in Germania è invece da lungo tempo operante un mercato di titoli emessi a fronte di prestiti ipotecari.

Sebbene la nascita delle tecniche note come *portfolio insurance* e *programme trading* risalga a diversi anni addietro, lo scorso anno esse hanno fatto registrare una crescita particolarmente rapida. La prima comporta essenzialmente l'assunzione di posizioni in vendita a termine o a premio su un dato indice azionario (e/o obbligazionario), al fine di limitare il rischio di perdita di valore di un portafoglio di attività finanziarie derivante da un calo delle quotazioni di mercato. Il termine *programme trading*, anche se indica sostanzialmente la vendita o l'acquisto di un "blocco" di titoli, è stato impiegato in particolare per operazioni di arbitraggio fra

titoli azionari e contratti *futures* sugli indici di borsa; tale tecnica consente di realizzare un utile commutando le posizioni ogniqualvolta lo stacco di prezzo è superiore ai costi di negoziazione. Poiché queste tecniche comportano l'acquisto o la vendita di titoli ad ogni movimento al rialzo o al ribasso sul mercato, esse sono state accusate di accentuare l'instabilità dei corsi. Per le istituzioni che ne fanno uso esse offrono vantaggi in termini di maggiori rendimenti medi, dati i bassi costi di transazione e lo spessore dei mercati dei *futures* e delle *options* negli Stati Uniti. L'assenza di questi fattori negli altri paesi ha impedito un analogo sviluppo di tali strategie di copertura, benché gli operatori di Regno Unito, Francia, Canada e Giappone possano presto essere in grado di farvi ricorso più diffusamente.

Nel 1986 si sono avuti anche importanti provvedimenti di liberalizzazione delle *operazioni bancarie tradizionali*. In Francia è stato abbandonato il controllo diretto del credito bancario come strumento di politica economica, e ciò in concomitanza con lo sviluppo assunto dalle fonti alternative di finanziamento per le imprese, come l'emissione di obbligazioni e di *commercial paper*. E' stata inoltre ridotta la quota dei crediti ammessi ad usufruire di sussidi in conto interessi; restano tuttavia assoggettati a vincoli amministrativi i tassi su molte categorie di depositi. Tutte le banche giapponesi sono ora autorizzate a diversificare i propri portafogli con l'acquisizione di attività sull'estero, ed al sistema di risparmio postale è consentito detenere un ammontare limitato di titoli nazionali ed esteri. Quest'ultimo provvedimento, assieme alla liberalizzazione dei certificati del mercato monetario e dei certificati di deposito di cui si è già fatta menzione, elimina alcuni ostacoli all'abolizione dei restanti vincoli sui tassi dei depositi, il che potrebbe condurre a sua volta ad una riduzione dei margini di intermediazione bancaria. Nel Regno Unito le *building societies* sono state per la prima volta autorizzate ad erogare prestiti senza garanzia reale. Tale misura va posta in relazione con l'accesa concorrenza con le banche sul mercato dei mutui ipotecari. Come dianzi osservato, la ristrutturazione della piazza finanziaria di Londra ha consentito alle banche di acquisire il controllo degli operatori in titoli e di offrire così l'intera gamma di servizi tipici di una banca "universale".

Anche negli Stati Uniti e in Giappone, dove la legislazione prevede la separatezza fra l'attività bancaria ordinaria e quella di investimento mobiliare, le banche e gli operatori in titoli hanno recentemente iniziato ad invadere le rispettive sfere di attività. In entrambi i paesi è stato concesso alle banche estere di acquistare o di costituire società di intermediazione finanziaria, cosicché le banche USA e giapponesi possiedono ora filiazioni di tale tipo operanti rispettivamente sul mercato giapponese e statunitense. Le banche di investimento mobiliare in entrambi i paesi offrono già da anni strumenti di mercato monetario, nonché titoli aventi essenzialmente le caratteristiche dei depositi bancari. Negli Stati Uniti alcune banche hanno ottenuto l'autorizzazione a sottoscrivere limitate quantità di titoli. In Giappone l'esigenza di espandere il mercato secondario del debito pubblico per agevolare il rinnovo dei titoli in scadenza aveva indotto il governo nel 1984 a permettere alle banche la trattazione di obbligazioni del Tesoro con vita residua fino a due anni. Sempre in Giappone, gli operatori in titoli sono stati autorizzati ad estendere la loro attività ad alcune funzioni bancarie: ad esempio, nel 1983 è stato loro consentito di accordare crediti personali garantiti dal pegno di titoli di Stato e di partecipare in misura limitata ai mercati monetari, mentre nel 1984 essi sono stati

autorizzati a negoziare il collocamento di *commercial paper* e di certificati di deposito di emittenti esteri sul mercato nazionale.

Le società non finanziarie negli Stati Uniti hanno utilizzato la scappatoia legale rappresentata dalle *non-bank banks* per costituire filiazioni bancarie che offrono alternativamente crediti o conti di deposito (per quanto concerne le *non-bank banks* è all'esame del Senato USA un progetto di legge per vietare temporaneamente l'ulteriore creazione di tali istituzioni). Alcune imprese commerciali posseggono anche proprie banche di investimento mobiliare. In Italia le imprese non finanziarie sono state autorizzate, seppure con certe restrizioni, ad acquistare partecipazioni azionarie nelle aziende di credito. In Canada alle società non finanziarie è ora concesso di controllare le *trust, loan and insurance companies*, anche se la normativa di nuova emanazione prescrive alle maggiori imprese di ridurre le partecipazioni al 65% entro il 1991.

*La liberalizzazione dei mercati finanziari: benefici e costi.* Il processo di liberalizzazione sviluppatosi negli ultimi anni, di cui si sono esaminati poc'anzi gli aspetti relativi al 1986, comporta tutta una serie di benefici e costi potenziali. Per entrambi è difficile fare una qualsiasi valutazione precisa in termini quantitativi. Per contro, in termini qualitativi i benefici attesi sono palesi, mentre i costi tendono a rimanere incerti anche sotto questo aspetto. Nelle pagine seguenti viene fornita un'analisi di tali costi e benefici. Poiché i costi della deregolamentazione finanziaria sono più ipotetici ed aleatori dei benefici percepiti, essi occupano una più ampia parte della trattazione. Va rilevato tuttavia che lo spazio dedicato a ciascuno dei due aspetti non rispecchia necessariamente la loro importanza relativa.

I principali *benefici* dell'evoluzione dei mercati finanziari negli ultimi anni derivano dal migliore funzionamento dei meccanismi di mercato. La più intensa concorrenza ha abbassato il costo del credito per i mutuatari ed ha accresciuto la remuneratività per gli investitori, grazie al restringimento dei margini di intermediazione. Entrambe le tendenze dovrebbero condurre ad una più efficiente allocazione dei fondi disponibili. La liberalizzazione ha altresì abbassato i costi delle transazioni per gli operatori non finanziari ed ha in pari tempo facilitato e reso più attrattivo per molti mutuatari il ricorso a finanziamenti a lungo termine. La possibilità delle banche di operare sui mercati finanziari consente loro una maggiore diversificazione delle fonti di reddito e rende così potenzialmente più stabili i profitti. Nella misura in cui la liberalizzazione ha dato luogo alla formazione di mercati dotati di maggiore spessore, con operatori provvisti di una solida base di capitale e con procedure omogenee di quotazione, essa ha comportato una maggiore liquidità per i detentori di attività finanziarie. La liquidità, unitamente alla varietà degli strumenti offerti, ha reso più facile l'adattamento dei portafogli di attività e passività alle esigenze finanziarie specifiche. I nuovi strumenti consentono la separazione, la copertura ed il frazionamento del rischio, il quale può essere trasferito a coloro che si trovano nella posizione migliore per sopportarlo. Per gli operatori del settore pubblico, i mercati finanziari liberalizzati offrono un canale affidabile e meno oneroso per l'emissione di titoli e per le numerose operazioni di privatizzazione di imprese statali. Un mercato mobiliare nazionale competitivo può contribuire a creare posti di lavoro e nuove entrate tributarie. Infine, alcuni sostengono altresì che la liberalizzazione finanziaria migliora l'allocazione delle

risorse esistenti in quanto, attraverso il meccanismo delle acquisizioni di controllo, inasprisce le "sanzioni" inflitte alle gestioni inefficienti.

I benefici della deregolamentazione bancaria, al pari di quelli relativi al mercato finanziario, sono costituiti dal minor costo del credito per i mutuatari e da piú elevati rendimenti per i risparmiatori a seguito della compressione dei margini. Tale tendenza si è spesso accompagnata all'ingresso nel mercato sia di nuove istituzioni interne sia di banche estere. Questo allargamento della cerchia dei partecipanti, assieme alla deregolamentazione degli impieghi e della raccolta delle banche, ha avuto anche la tendenza a ridurre il razionamento quantitativo del credito. Come già osservato, ciò può aver costituito un fattore-chiave dell'espansione dell'indebitamento del settore privato avutasi negli ultimi anni in alcuni paesi. La liberalizzazione degli impieghi bancari dovrebbe anch'essa permettere una maggiore diversificazione delle fonti di reddito, rendendo piú stabili i profitti.

Da piú parti è stato affermato che la liberalizzazione dei mercati finanziari e bancari ha comportato altresí costi effettivi e potenziali. Poiché diversi aspetti del recente processo di deregolamentazione, come le nuove tecniche e facilitazioni, non sono ancora passati attraverso il vaglio delle fluttuazioni del ciclo economico o dei tassi di interesse, i costi potenziali sono di difficile valutazione. Tali preoccupazioni sono state espresse con particolare intensità negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Nondimeno, i timori sono in parte condivisi dalle autorità del Giappone e dei paesi dell'Europa continentale.

E' stato affermato che nei mercati finanziari l'utilizzo di tecniche quali il *programme trading* e *portfolio insurance* hanno accresciuto la variabilità delle quotazioni. Ciò è valso in passato per i mercati azionari statunitensi nei giorni dei rinnovi dei contratti a termine. Si spera tuttavia che gli spostamenti delle date di rinnovo eliminino tale problema specifico. In termini generali è ancora da dimostrare che queste tecniche abbiano avuto effetti misurabili sulle tendenze di lungo periodo delle quotazioni dei titoli. E' possibile che si sia accresciuta la rapidità con cui il mercato reagisce a nuove informazioni. Un timore di ordine piú generale concernente l'impiego dei *futures* e delle opzioni deriva dal fatto che tali strumenti, al pari dei titoli a tasso variabile, sebbene consentano una redistribuzione del rischio, non sono in grado di offrire una copertura per il sistema nel suo insieme. Se si perde di vista questo aspetto gli operatori del mercato possono essere indotti ad accollarsi rischi eccessivi.

La liberalizzazione dei mercati finanziari potrebbe avere effetti deleteri sul sistema bancario, derivanti dalla disintermediazione dei tradizionali canali della raccolta bancaria dal lato del passivo, e dal processo di *securitisation* unito alla sempre piú marcata tendenza dei mutuatari di prim'ordine a reperire fondi intermediati dal mercato, dal lato dell'attivo. La trasformazione dei prestiti in titoli negoziabili e le altre nuove tecniche possono comportare rischi anche per gli investitori. I mercati di tali strumenti potrebbero dar prova di insufficiente spessore, ad esempio a causa delle limitate emissioni oppure per il fatto che essi sono dei succedanei relativamente lontani di strumenti piú tradizionali, oppure ancora poiché il mercato si basa su un numero ristretto di istituzioni finanziarie che hanno patrocinato le emissioni e che mantengono attive le contrattazioni. In questi casi la

liquidità di uno strumento può essere soltanto apparente, poiché il dissesto di una di tali istituzioni o la decisione di alcuni investitori di realizzare le attività in portafoglio possono rendere inoperante il mercato. Fenomeni di questo tipo potrebbero essere alla base della crisi del mercato delle *floating rate notes* irredimibili nel 1986.

E' stato osservato che i pericoli potenziali della liberalizzazione, in termini di instabilità dei mercati finanziari, potrebbero essere di portata ancora maggiore, specie quando le istituzioni che vi partecipano sono relativamente nuove ed inesperte, se i costi sono elevati e le risorse di capitale modeste, e se l'accesa concorrenza per la conquista delle quote di mercato tende a comprimere i profitti. Il cosiddetto rischio sistemico nei mercati finanziari deriva dal pericolo che si inneschino reazioni a catena di caduta dei corsi e di insolvenze, collegate in particolare alle funzioni di sottoscrizione a fermo e di *market-making*. Ad esempio l'inadempienza di un importante intermediario potrebbe non soltanto causare gravi contraccolpi sul mercato nel quale essa si produce, ma anche ripercuotersi "per contagio" su altri mercati in cui è attivo l'operatore insolvente, nonché sulle sue filiazioni e su altre società collegate. Preoccupazioni analoghe circa la stabilità sistemica sono state espresse in relazione alle modalità di regolamento elettronico di grosse operazioni interbancarie sviluppatasi negli ultimi anni. Si teme infatti che l'inadempienza di un partecipante o anche solo un'anomalia tecnica possa dar luogo a perturbazioni di vasta portata.

Oltre ad aggravare il rischio potenziale di crisi sistemiche, il processo di conglomerazione può comportare altri costi in termini di equità e di efficienza. E' possibile ad esempio che sorgano conflitti di interesse nella misura in cui la liberalizzazione dei mercati finanziari ha fatto venir meno talune distinzioni tradizionali, come quelle esistenti fra l'attività bancaria ordinaria e le operazioni in titoli, oppure fra l'attività di mediazione e l'assunzione di posizioni in proprio. Molte istituzioni hanno posto in atto sistemi basati su una compartimentazione operativa e su servizi interni di controllo al fine di rendere minimo il pericolo di abusi.

La liberalizzazione dei mercati finanziari potrebbe persino avere avuto effetti negativi sull'economia reale. Alcuni osservatori sostengono che essa tende a restringere l'orizzonte temporale della programmazione degli investimenti fissi da parte delle imprese industriali, in quanto facilita le acquisizioni di controllo ed indebolisce i legami fra l'impresa mutuataria e la propria banca. L'accresciuta disponibilità di credito è un fattore-chiave della recente ondata di incorporazioni societarie e, come si è già osservato, la liberalizzazione dei mercati può aver contribuito a questa mobilitazione del credito. Anche le operazioni di acquisizione sono rese più facili in un mercato azionario maggiormente liquido. Parimenti importante potrebbe tuttavia essere l'istituzionalizzazione dei mercati dei capitali. Un ristretto gruppo di grandi investitori istituzionali, incalzati dall'esigenza di incrementare la redditività del portafoglio, può più facilmente convincersi della necessità di procedere a fusioni che non un vasto numero di piccoli investitori. Per quanto riguarda i problemi collegati all'indebitamento, un fattore-chiave è lo spostamento relativo nelle fonti di finanziamento aziendale, con un accresciuto ricorso ai consorzi bancari o ai mercati finanziari a scapito delle banche "di famiglia". Mentre queste ultime possono essere disposte a considerare le prospettive dell'azienda affidata in un'ottica

di lungo periodo, è assai meno probabile che ciò avvenga allorché l'impresa ha rapporti di credito con consorzi bancari o si finanzia sul mercato mobiliare.

Il progressivo venir meno della demarcazione fra attività bancaria ed operazioni di mercato finanziario emerge dalla precedente trattazione dei costi potenziali della liberalizzazione dei mercati finanziari, in quanto molti dei problemi individuati fanno capo alle banche. Si possono tuttavia individuare anche dei costi collegati specificatamente ai recenti cambiamenti nell'ambito delle operazioni bancarie tradizionali. Tali costi paiono essere particolarmente elevati durante la fase di transizione da un sistema bancario protetto ad un sistema altamente competitivo, dato il conseguente restringimento dei margini.

Molte banche continuano a detenere nel proprio attivo una grossa quota di crediti in sofferenza verso mutuatari esteri o interni, come conseguenza della crisi debitoria internazionale o di un'eccessiva concentrazione degli impieghi in determinate aree geografiche o nel settore energetico. Benché vi sia stato un notevole potenziamento dei fondi-rischi, una riduzione generalizzata dei margini dovuta alla liberalizzazione può accrescere la vulnerabilità di tali banche, tanto più che esse potrebbero aver perso alcuni fra i migliori clienti, passati ai mercati finanziari.

*Revisione del quadro normativo.* E' opinione diffusa che i costi effettivi e potenziali della liberalizzazione finanziaria e l'integrazione mondiale dei mercati dei capitali richiedano una riformulazione delle regole che disciplinano tali mercati, nell'ambito della quale si dovrà considerare in quali aree la regolamentazione vada inasprita o estesa, e in quali appaia per contro giustificata un'ulteriore liberalizzazione. In linea di massima l'approccio adottato a tale riguardo dalle autorità di molti paesi potrebbe essere riassunto nei termini seguenti: maggiore vigilanza, maggiore coordinamento internazionale della vigilanza e riconsiderazione dell'utilità delle regolamentazioni esistenti.

Ad esempio, il problema del rischio sistemico nei *mercati finanziari* potrebbe richiedere un controllo più stringente sulla liquidità e sull'adeguatezza patrimoniale degli operatori in valori mobiliari, sia che essi operino nell'ambito di gruppi bancari o meno, mentre l'intensificarsi del processo di conglomerazione rende necessaria una maggiore coordinazione fra i responsabili della vigilanza sul sistema bancario e sul mercato finanziario. Inoltre, a livello internazionale la possibilità di contrattazioni continue nell'arco delle 24 ore potrebbe facilitare il trasferimento dei rischi, in differenti momenti del giorno, su piazze soggette a prescrizioni prudenziali meno rigorose. Ciò rende necessaria una cooperazione ed un coordinamento della vigilanza su base internazionale. Nella maggior parte dei paesi la supervisione dei mercati finanziari non rientra però nella sfera di competenza delle banche centrali ed il quadro normativo esistente tende a privilegiare la protezione degli investitori piuttosto che i problemi sistemici. La concertazione internazionale della vigilanza sui mercati mobiliari costituisce ancora un obiettivo alquanto remoto.

Maggiori progressi sono stati compiuti nel coordinamento internazionale della *vigilanza bancaria*. Agli inizi del 1987 il Regno Unito e gli Stati Uniti hanno pubblicato una serie di proposte concordate per la misurazione su una base comune dell'adeguatezza patrimoniale delle banche USA e britanniche. E' inoltre previsto che queste siano chiamate a mantenere una certa quota di capitale proprio al disopra di un coefficiente minimo comune. Il sistema di misurazione proposto stabilisce una

ponderazione delle differenti categorie di attività iscritte in bilancio e "fuori-bilancio" in base al grado di rischio. Per gli Stati Uniti, dove alle banche era richiesto di osservare determinati coefficienti di capitale proprio in relazione alle attività di bilancio, il nuovo sistema di misurazione mira ad eliminare taluni degli effetti collaterali indesiderati prodotti dalle prescrizioni precedentemente in vigore per l'adeguatezza di capitale, che inducevano le banche a limitare la detenzione di attività liquide a basso rischio e ad incrementare le posizioni "fuori-bilancio". In termini più generali, il significato di quest'accordo bilaterale risiede nel fatto che, alla luce della più stretta integrazione mondiale dei mercati bancari, esso rispecchia lo sforzo delle autorità di vigilanza per giungere ad una convergenza fra i criteri di supervisione adottati a livello nazionale.

La vigilanza non costituisce ovviamente l'unico aspetto della regolamentazione bancaria che richiede un adeguamento in risposta agli sviluppi sui mercati dei capitali. Negli Stati Uniti, fra le altre modifiche normative introdotte vi è stato un allentamento delle restrizioni poste alle operazioni bancarie al di fuori dei rispettivi Stati di insediamento, al fine di consentire alle istituzioni più solide l'acquisizione di banche in difficoltà. Vi è inoltre la proposta di dotare la "Federal Savings and Loan Insurance Corporation" di nuove risorse di capitale e di elevare i premi di assicurazione. Le pesanti perdite subite da questo ente, la cui funzione è quella di fornire un sostegno al settore delle istituzioni raccoglitrice di risparmio (casse di risparmio e banche cooperative), sono indicative delle difficoltà incontrate da tale settore.

Infine, la maggiore indeterminatezza dei confini fra l'attività bancaria ordinaria e quella di investimento mobiliare ha fatto sorgere seri problemi per le autorità di vigilanza degli Stati Uniti e del Giappone, paesi nei quali era stata mantenuta finora una netta separazione istituzionale. In particolare tale processo potrebbe condurre ad un aggravamento dei problemi della propagazione "per contagio" del rischio sistemico e dei conflitti di interesse. Nella misura in cui le banche commerciali sono coinvolte in operazioni in valori mobiliari, le autorità potrebbero essere indotte ad approntare meccanismi di salvataggio per gli operatori di questo mercato. Inoltre, la partecipazione di imprese non finanziarie all'attività bancaria crea parimenti l'esigenza di estendere l'ambito di vigilanza, fa sorgere implicitamente problemi di salvaguardia della solvibilità degli operatori e comporta potenzialmente gravi ripercussioni sul processo decisionale di allocazione del credito da parte delle banche.

D'altra parte, la tradizionale separazione fra l'attività bancaria ordinaria e quella di investimento mobiliare è considerata da molti come insoddisfacente. Spesso le banche commerciali sono soggette a più severe prescrizioni in termini di capitalizzazione, a causa delle quali è per esse difficile competere nelle aree in cui le funzioni si sovrappongono. Questo problema si sta facendo più acuto, data la crescente incidenza dei proventi da commissioni sui profitti bancari, l'estendersi del processo di *securitisation*, il calo della domanda di prestiti convenzionali ed il deterioramento di molte posizioni creditorie in essere. La separatezza limita inoltre la diversificazione delle fonti di reddito delle banche. Le reazioni suscitate da tali problemi negli Stati Uniti ed in Giappone sono difformi.

In Giappone le banche premono per ottenere la rimozione dei restanti vincoli alle operazioni in titoli con l'estero, nonché l'autorizzazione per le loro dipendenze

estere ad operare sul mercato mobiliare giapponese e a partecipare al collocamento di obbligazioni di imprese residenti. Le società di intermediazione finanziaria cercano per contro di offrire servizi di gestione della tesoreria e di accedere all'amministrazione dei fondi-pensione. Per ora il Ministero delle Finanze si è opposto a cambiamenti sostanziali nella separazione delle funzioni.

Negli Stati Uniti le banche stanno esercitando pressioni per ottenere un allentamento dei limiti posti alla sottoscrizione di *commercial paper*, di titoli assistiti da garanzie ipotecarie e di obbligazioni di enti pubblici locali. Sebbene non siano ancora disposte a soddisfare tutte queste richieste, le autorità adottano attualmente un approccio relativamente flessibile alla separazione stabilita dalla legge Glass-Steagall fra l'attività delle banche commerciali e quella degli istituti di investimento mobiliare — come mostra ad esempio la recente decisione con cui talune banche sono state autorizzate a sottoscrivere un certo ammontare di titoli — mentre si oppongono più fermamente all'ingresso delle imprese commerciali nel settore finanziario. Una serie di proposte più radicali negli Stati Uniti mira soprattutto ad eliminare le barriere legali che separano le istituzioni finanziarie, così da lasciare piena libertà agli operatori nella scelta della propria area operativa. In tal caso sarebbe necessaria una nuova strutturazione della vigilanza, basata sulle funzioni di mercato. Per contro sarebbe eliminata la "scappatoia" rappresentata dalle *non-bank banks*. Si ritiene che in tal modo verrebbe stimolata ulteriormente la concorrenza preservando al tempo stesso i vantaggi di un controllo del sistema da parte degli organi di vigilanza.

## V. I MERCATI INTERNAZIONALI DEI CAPITALI

### Aspetti salienti

Nel 1986 l'attività sui mercati internazionali dei capitali ha nuovamente fatto segnare una crescita senza precedenti. L'espansione delle posizioni creditorie sull'estero delle banche, pari ad oltre \$ 650 miliardi a tassi di cambio correnti, è stata di gran lunga la più ampia finora registrata in un singolo anno. Il totale delle nuove emissioni obbligazionarie internazionali è salito a \$ 220 miliardi, un ammontare triplo rispetto al livello di tre anni fa. Tuttavia, queste cifre risultano notevolmente gonfiate dalle ingenti operazioni di rifinanziamento, dalle ampie sovrapposizioni tra i mercati bancari e mobiliari, dall'elevato ammontare di duplicazioni dovute al forte aumento delle operazioni interbancarie e dalle variazioni di valutazione connesse al deprezzamento del dollaro. Anche al netto di questi fattori, l'ammontare del nuovo finanziamento posto in essere sui mercati internazionali lo scorso anno, stimabile in \$ 240 miliardi, costituisce l'incremento più ampio mai registrato.

Tra le cause che concorrono a spiegare la vigorosa espansione dell'attività finanziaria internazionale in un periodo in cui la crescita economica nei paesi industriali ha avuto la tendenza a rallentare vanno annoverati: i crescenti squilibri di parte corrente tra i paesi industriali; l'andamento al ribasso dei tassi di interesse, nonché la forte espansione monetaria e l'abbondante liquidità sui mercati nazionali; il perdurante influsso delle precedenti misure di deregolamentazione; l'ulteriore tendenza verso la globalizzazione dei mercati nazionali dei capitali, con una crescente quota di flussi creditizi interni intermediata attraverso i canali internazionali.

Un altro importante fattore è rappresentato dalla rapida espansione dell'attività delle banche giapponesi, che hanno esercitato un influsso determinante sulla crescita senza precedenti dell'attività interbancaria. In aggiunta, l'apertura nel dicembre 1986 del "Japan Offshore Market" ha introdotto un nuovo elemento sulla scena finanziaria internazionale.

Lo scorso anno la gamma dei nuovi strumenti finanziari non si è ampliata molto, ma le innovazioni precedenti hanno continuato ad influenzare significativamente l'andamento dell'attività sui mercati finanziari internazionali. Si è rafforzata la tendenza all'utilizzo di strumenti finanziari negoziabili e vi è stato un sensibile aumento nell'impiego delle tecniche di *swap*, dei *financial futures* e delle opzioni. Le prime, in particolare, sono state un importante fattore di incentivazione all'emissione di titoli a lungo termine ed hanno contribuito alla crescente osmosi tra mercati interni ed internazionali.

Una delle caratteristiche salienti degli andamenti dello scorso anno sui mercati internazionali dei capitali è stata la forte concentrazione delle operazioni nei paesi industriali, mentre per numerosi paesi in via di sviluppo l'accesso ai mercati internazionali è rimasto precluso a causa della loro bassa affidabilità di credito.

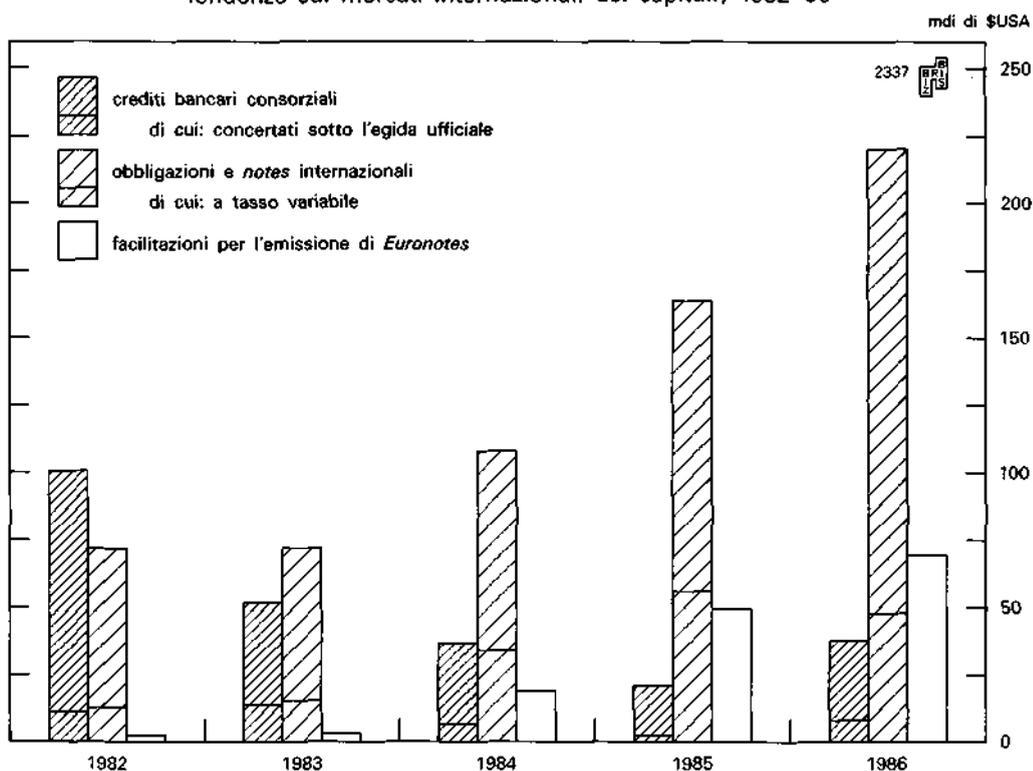
Nel 1986 la situazione debitoria internazionale non ha mostrato segni di miglioramento. La concomitanza di un forte calo dei prezzi delle esportazioni e, in

alcuni casi, di una cattiva gestione economica interna ha fatto sí che nei paesi fortemente indebitati il rapporto debito/espportazioni si sia deteriorato sensibilmente. Inoltre si sono avute indicazioni di un crescente logorio da parte di certe banche creditrici e di alcuni paesi debitori. Tuttavia la recente conclusione di accordi, basati su un esteso programma di finanziamento e di aggiustamento economico, con tre dei maggiori paesi indebitati, Messico, Argentina e Filippine, dovrebbe costituire un esempio positivo, a riprova della sostanziale validità e utilità dell'approccio "caso per caso".

### Il quadro d'insieme

Lo scorso anno, mentre nei paesi industriali la crescita economica è rallentata, sui mercati internazionali dei capitali l'attività ha continuato ad espandersi rapidamente. Nel segmento a breve del mercato interbancario internazionale la crescita è stata di gran lunga la piú ampia mai registrata. Notevolmente aumentato è anche il ruolo del settore bancario internazionale come sbocco di depositi e fonte di crediti per i soggetti non bancari; persino il mercato dei prestiti bancari consorziali, dopo la forte contrazione degli anni precedenti, ha dato segni di ripresa. Il volume delle nuove facilitazioni concordate per l'emissione di vari tipi di strumenti a breve (e di recente anche a medio termine) ha registrato un'ulteriore

Tendenze sui mercati internazionali dei capitali; 1982-86\*



\*Valori desunti dalle statistiche della Banca d'Inghilterra, basate sulla data di annuncio dell'emissione.

sensibile crescita. Nel segmento a lungo termine l'attività di emissione sui mercati mobiliari internazionali ha raggiunto nuove punte massime.

Diversi fattori possono spiegare il contrasto tra il rallentamento della crescita nel settore reale e l'eccezionale sostenutezza dei mercati internazionali dei capitali. Uno dei più importanti è certamente rappresentato dal crescente squilibrio nei pagamenti internazionali e dal ruolo che i mercati bancari e mobiliari internazionali hanno svolto nell'intermediare parte dei fondi necessari al loro finanziamento. Lo scorso anno il disavanzo corrente degli Stati Uniti ha continuato ad ampliarsi, così come sono aumentati i saldi attivi di Giappone e Germania. Inoltre, si sono avuti ingenti flussi di capitali in direzioni opposte. Ad esempio, gli investimenti netti esteri a lungo termine dei residenti giapponesi, pari a \$132 miliardi, sono stati decisamente superiori all'attivo corrente di questo paese, per cui il settore bancario giapponese è diventato un importante mutuuario netto di nuovi fondi sul mercato internazionale, destinati soprattutto al finanziamento di acquisti di titoli esteri da parte di residenti. In Germania, per contro, l'attivo di parte corrente si è accompagnato ad ampi afflussi netti di capitali a lungo termine. La conseguente forte eccedenza della bilancia dei pagamenti di base ha avuto come contropartita esportazioni su vasta scala di capitali a breve per il tramite del settore bancario tedesco e un'ingente costituzione di depositi sull'euromercato da parte di soggetti non bancari tedeschi.

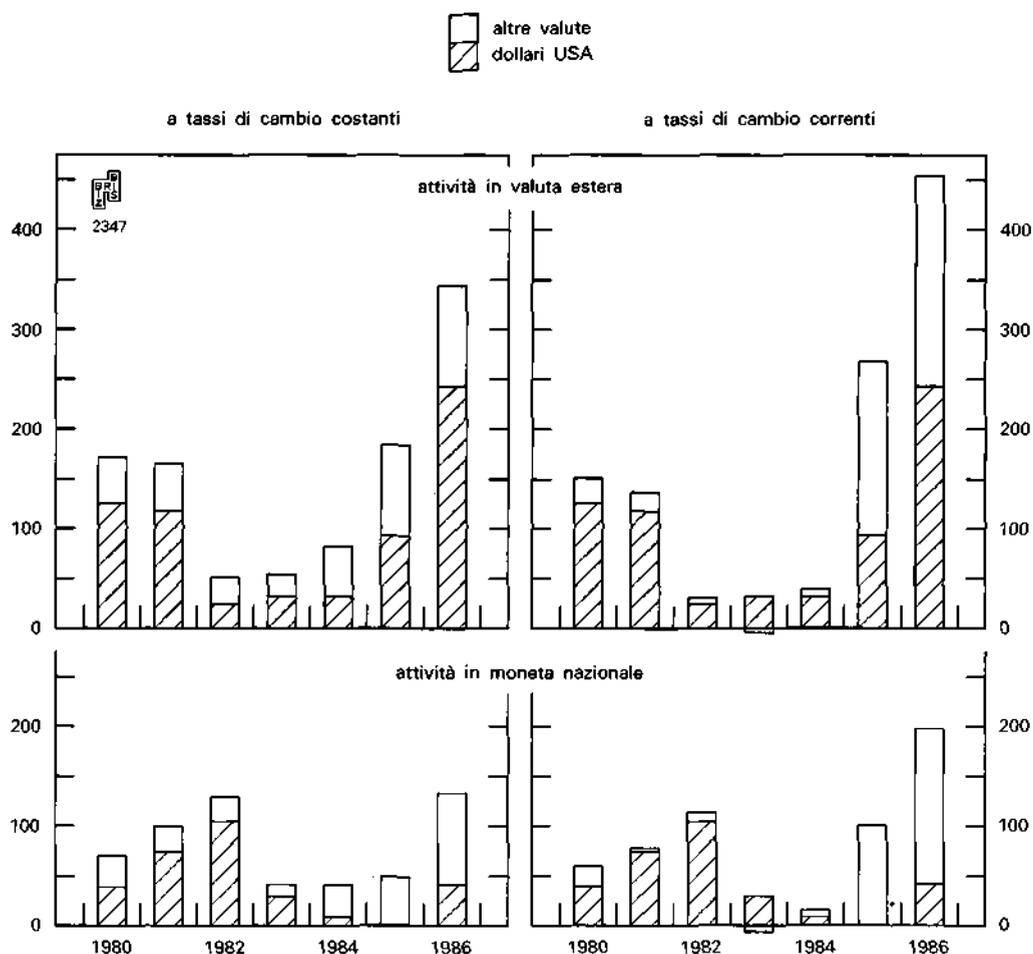
La dimensione stessa dei flussi internazionali di capitali nel 1986 è sintomatica di un altro importante fattore che sta alla base dell'ulteriore rapida espansione dell'attività sui mercati internazionali dei capitali: la progressiva internazionalizzazione dei mercati finanziari nazionali. In virtù dello sviluppo, in termini di spessore e di efficienza, dei mercati internazionali, o a causa dei vantaggi da essi offerti sul piano normativo e fiscale, una quota crescente dei flussi creditizi tra risparmiatori e investitori interni è stata intermediata direttamente o indirettamente dai mercati internazionali. Per citare un solo esempio, lo scorso anno i mutuuari giapponesi hanno fatto ampio ricorso alle emissioni sui mercati euobbligazionari, e tali obbligazioni sono state acquisite in larga parte da banche o da altri investitori giapponesi.

Un'ulteriore ragione dell'esuberanza dell'attività finanziaria internazionale lo scorso anno, specie sui mercati mobiliari, va ricercata nella tendenza al ribasso dei tassi di interesse e di altre componenti del costo del credito. Ciò ha agito da forte incentivo per i mutuuari ad anticipare il rimborso di debiti in essere, rifinanziandosi a condizioni molto più favorevoli. Per le stesse ragioni essi sono stati altresì indotti a concordare nuove facilitazioni, per esempio sul mercato dell'*euro-commercial paper*, anche quando non vi era l'esigenza di un utilizzo immediato delle linee. Di conseguenza, il volume particolarmente elevato dell'attività lorda nel 1986 dà un'immagine distorta per eccesso della dimensione dei nuovi finanziamenti netti.

Un altro importante fattore che ha contribuito ad una sovrastima del volume effettivo del nuovo credito è stata la prosecuzione della tendenza alla *securitisation*, nonché la crescente presenza delle banche sui mercati mobiliari in veste di emittenti e di acquirenti di titoli. Al fine di rafforzare la loro struttura di bilancio le banche hanno nuovamente raccolto ingenti fondi sui mercati obbligazionari internazionali, in gran parte mediante emissioni di obbligazioni a tasso variabile (FRN) "perpetue". Inoltre, nel segmento a breve dei mercati mobiliari le banche si sono avvalse del

Variazioni nelle attività sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI, a tassi di cambio costanti e correnti; 1980-86

Dati annui, in miliardi di dollari USA



mercato delle *euronote facilities* per concordare programmi di emissione di certificati di deposito e di altri strumenti a breve. Dal lato degli impieghi le banche, di fronte ad una domanda di credito relativamente debole da parte delle grandi società, hanno continuato ad effettuare considerevoli acquisti di titoli, accrescendo ulteriormente la quota delle attività negoziabili nel portafoglio di attività. In aggiunta, le esigenze di finanziamento e di copertura connesse all'attività di intermediazione, di arbitraggio e di *market-makers* in titoli hanno influito notevolmente sulla forte espansione del mercato interbancario nel 1986.

Un fattore espansivo piuttosto atipico, che ha agito in particolare sul settore bancario internazionale, è stato il forte deprezzamento del dollaro USA, moneta di denominazione della maggior parte dell'attività finanziaria internazionale. Per le banche con ingenti posizioni in dollari, ma con base di capitale denominato in una delle monete forti, come lo yen, la minusvalenza delle attività in dollari in termini di moneta nazionale ha migliorato gli indici di capitalizzazione, dando modo di espandere ulteriormente le operazioni internazionali. Per le banche con una politica

**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 <sup>1</sup>						Consi- stenze a fine 1986
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	
	in miliardi di dollari USA						
Credito internazionale totale delle banche dichiaranti <sup>2</sup> . . . . .	264,8	180,5	105,7	124,1	233,5	476,6	3.221,1
meno: duplicazioni derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante . . . . .	99,8	85,5	20,7	34,1	128,5	316,6	1.451,1
<b>A = Credito bancario internazionale netto<sup>3</sup> . . . . .</b>	<b>165,0</b>	<b>95,0</b>	<b>85,0</b>	<b>90,0</b>	<b>105,0</b>	<b>160,0</b>	<b>1.770,0</b>
Emissioni di euroobbligazioni e di obbligazioni estere . . . . .	44,0	71,7	72,0	107,9	163,7	220,3	.
meno: rimborsi e riacquisti . . . . .	12,0	13,2	14,0	24,9	38,7	64,3	.
<b>B = Finanziamento netto mediante obbligazioni internazionali . . . . .</b>	<b>32,0</b>	<b>58,5</b>	<b>58,0</b>	<b>83,0</b>	<b>125,0</b>	<b>156,0</b>	<b>700,0</b>
<b>C (A + B) = Finanziamento totale mediante credito bancario e obbligazioni . . . . .</b>	<b>197,0</b>	<b>153,5</b>	<b>143,0</b>	<b>173,0</b>	<b>230,0</b>	<b>316,0</b>	<b>2.470,0</b>
meno: duplicazioni <sup>4</sup> . . . . .	7,0	8,5	13,0	28,0	55,0	76,0	190,0
<b>D = Finanziamento netto totale mediante credito bancario e obbligazioni . . . . .</b>	<b>190,0</b>	<b>145,0</b>	<b>130,0</b>	<b>145,0</b>	<b>175,0</b>	<b>240,0</b>	<b>2.280,0</b>

<sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> Oltre ai crediti diretti concessi ad utilizzatori finali, queste stime comprendono alcune posizioni interbancarie: anzitutto, crediti verso banche esterne all'area dichiarante, ipotizzandosi che queste banche "periferiche" nella maggior parte dei casi non mutuino fondi dalle banche dei centri finanziari al semplice fine di ridepositarli presso altre banche di questi centri; in secondo luogo, crediti verso banche entro l'area dichiarante, nella misura in cui queste convertono i fondi in moneta nazionale e/o li utilizzano per la concessione di crediti diretti in valuta estera a soggetti residenti; 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. <sup>4</sup> Obbligazioni acquisite dalle banche dichiaranti, nella misura in cui figurano nelle statistiche bancarie come crediti verso non residenti; obbligazioni emesse dalle banche dichiaranti soprattutto al fine di contribuire al finanziamento della propria attività di credito internazionale.

decisamente improntata all'espansione del bilancio, ma con una relativa carenza di mutuatari affidabili, ciò ha spesso comportato un potenziamento dell'attività interbancaria sotto forma, ad esempio, di operazioni di arbitraggio sui tassi di interesse e su altri strumenti.

Infine, l'attività interbancaria ha ricevuto un ulteriore impulso dall'apertura del "Japan Offshore Market" verso la fine dello scorso anno. Il trasferimento contabile di posizioni in essere a questi nuovi stabilimenti, nonché le nuove opportunità di arbitraggio e di finanziamento che essi offrono, hanno contribuito a dilatare le operazioni interbancarie e i bilanci delle banche giapponesi. Tuttavia, una notevole quota delle posizioni che nelle statistiche sull'attività bancaria internazionale figurano come operazioni interbancarie sull'estero rappresentano transazioni tra diversi stabilimenti della stessa banca (si veda la tabella di pagina 117), le quali possono espandersi notevolmente senza comportare un sostanziale aumento del credito finale.

Data la natura di alcuni di questi fattori espansivi, non sorprende che lo scorso anno il divario tra l'attività finanziaria internazionale lorda e l'ammontare effettivo del nuovo credito internazionale netto sia stato eccezionalmente ampio. Come mostra la tabella precedente, il volume complessivo delle operazioni esterne sui mercati internazionali del credito bancario e delle emissioni a lunga scadenza è ammontato a quasi \$700 miliardi. Tuttavia, al netto delle duplicazioni dovute alle operazioni interbancarie, alla sovrapposizione tra mercati bancari e mobiliari e alle operazioni di rifinanziamento, il totale del nuovo credito è pari a \$240 miliardi, un importo comunque eccezionale, ma maggiormente in linea con gli andamenti di fondo del settore reale dell'economia mondiale. Per giunta, anche su base depurata delle duplicazioni, il nuovo credito complessivo non è stato tutto "addizionale", ma ha rappresentato in parte un succedaneo del credito interno ed è in certa misura già compreso negli aggregati creditizi interni.

Considerando gli aspetti più strutturali dell'attività bancaria internazionale, una caratteristica di rilievo dello scorso anno è stata la perdurante dicotomia del mercato del credito. I mutuatari di numerosi paesi debitori in posizione critica non sono riusciti a riavere accesso al credito "spontaneo" sui mercati finanziari internazionali, mentre per i mutuatari di prim'ordine di gran parte degli altri paesi le condizioni di finanziamento hanno continuato ad essere molto favorevoli. Nello stesso tempo, alcuni PVS non petroliferi, ed in particolare quelli dell'area del Pacifico, che hanno conseguito un notevole miglioramento delle loro bilance dei pagamenti grazie al calo dei prezzi del petrolio e al rafforzamento della loro posizione competitiva in seguito al massiccio apprezzamento dello yen, hanno visto ridursi notevolmente il loro fabbisogno di finanziamento esterno, oppure hanno contenuto il ricorso al credito per ragioni di politica interna. Inoltre i paesi esportatori di petrolio hanno compensato le decurtazioni di reddito derivanti dal ribasso del petrolio attingendo ai loro depositi presso il settore bancario internazionale, piuttosto che con il ricorso all'indebitamento. Per questo insieme di fattori, nel 1986 l'attività creditizia sui mercati finanziari internazionali ha riguardato quasi esclusivamente i paesi industriali e, in particolare, i mutuatari all'interno della stessa area dichiarante. Da questo punto di vista, nonostante la "globalizzazione", i mercati finanziari internazionali sono stati più "settorizzati" che negli anni precedenti.

Un'altra caratteristica preminente è il crescente ruolo svolto dalle banche e dagli operatori mobiliari giapponesi. Come si rileva dalla tabella di pagina 116, le banche giapponesi, cioè le case-madri e le loro affiliate in altri paesi dichiaranti, sono diventate il gruppo nazionale di gran lunga più importante sul mercato bancario internazionale. Escludendo gli effetti di cambio, lo scorso anno esse paiono aver contribuito alla maggior parte del nuovo credito accordato dalle banche internazionali a soggetti non bancari e a quasi tre quarti dell'espansione del mercato interbancario, e possono essere quindi considerate come il principale fattore propulsivo della rapida crescita dell'attività bancaria internazionale nel 1986. Del pari, le società di intermediazione mobiliare giapponesi con la loro sempre più vasta rete di affiliate sparse nel mondo si sono accaparrate una quota crescente dell'attività sui mercati finanziari internazionali. Fra le ragioni che spiegano la predominanza delle istituzioni finanziarie giapponesi vi sono l'ingente eccedenza del risparmio interno alla ricerca di collocamenti internazionali e il contemporaneo forte ricorso al credito sui mercati finanziari internazionali da parte delle società

giapponesi. Data la loro dimestichezza con gli investitori e mutuatari nazionali, le istituzioni finanziarie giapponesi godono indubbiamente di un naturale vantaggio competitivo nell'attività di intermediazione tra il Giappone e i restanti paesi del mondo.

Nel periodo in esame i nuovi provvedimenti di deregolamentazione finanziaria non hanno svolto un ruolo così importante come negli anni precedenti. Le modifiche normative più rilevanti sono state le misure con cui in diversi paesi è stata liberalizzata l'emissione di *commercial paper*, sebbene esse abbiano avuto ripercussioni soprattutto sui mercati interni. Analogamente, il "Big Bang" nella City di Londra ha influito principalmente sull'organizzazione e sul funzionamento dei mercati mobiliari interni, piuttosto che sui mercati obbligazionari internazionali. In Giappone, per contro, dove la deregolamentazione sta procedendo con gradualità, le misure introdotte nel 1986 sono state meno rilevanti di quelle attuate negli anni passati, ma gli effetti delle precedenti modifiche hanno continuato a farsi sentire anche lo scorso anno.

Nel 1986 una caratteristica comune a gran parte dei settori del mercato è stata la minore creazione di nuovi strumenti finanziari; in particolare, è diminuito il ricorso a strumenti con tecniche innovative di tasso di interesse e di cambio. D'altra parte, è ulteriormente aumentato il volume dei *financial futures*, delle opzioni e degli *swaps* di tassi di interesse e di valute. La crescita è stata particolarmente forte per il mercato degli *swap* ed ha contribuito all'espansione di altri settori del mercato. L'impiego di una vasta gamma di tecniche di copertura ha ulteriormente ridotto le barriere tra mercati interni ed internazionali, nonché tra i diversi settori di denominazione. Di conseguenza, le forme specifiche di indebitamento e di investimento nei diversi comparti del mercato sono divenute sempre più disgiunte dalla natura dell'esposizione sottostante, e sono state per lo più dettate da considerazioni globali in termini di costo e di rendimento.

La concorrenza tra le istituzioni finanziarie ha costituito un importante fattore alla base della forte espansione dell'attività internazionale, ed ha comportato un restringimento dei margini di intermediazione e pronunciate variazioni nelle quote di mercato, dando luogo a sviluppi contrastanti nel periodo sotto rassegna.

Da un lato, alcuni strumenti di mercato sviluppatisi negli ultimi anni hanno trovato accoglimento presso una più vasta gamma di operatori e vengono negoziati sulla base di condizioni standardizzate. Ciò ha conferito spessore e liquidità ad alcuni dei nuovi mercati ed ha consentito di creare una gamma flessibile di strumenti finanziari adattati alle specifiche esigenze dei mutuatari. Per questo aspetto, si può dire che parecchi dei nuovi strumenti hanno accresciuto l'efficienza del sistema finanziario.

Dall'altro lato, rapidi mutamenti nelle aspettative hanno comportato periodi di pronunciata instabilità in certi settori del mercato. In particolare, una serie di eventi nel corso del 1986 e agli inizi del 1987 ha messo in luce alcuni dei rischi connessi con il recente processo di innovazione e deregolamentazione in un contesto fortemente competitivo. Vi sono state indicazioni di un ingente accumulo di obbligazioni di nuova emissione invendute nel portafoglio di istituzioni partecipanti a consorzi di garanzia nelle fasi di brusco mutamento nelle aspettative di interesse e di cambio. Un caso più grave è stato tuttavia il tracollo del mercato delle

obbligazioni a tasso variabile (FRN) ed in particolare di quelle a scadenza indeterminata. Dalla loro prima apparizione nel 1984, sono state emesse FRN "perpetue" per un valore di \$18 miliardi, di cui \$7,4 miliardi nel solo 1986. Nel tardo autunno dello scorso anno si è avuto un rapido peggioramento del clima su questo mercato, essendosi diffusa la percezione che in molti casi tali titoli erano stati emessi con condizioni di tasso decisamente sfavorevoli rispetto al rischio che essi comportano. In dicembre era diventato praticamente impossibile collocare FRN "perpetue" presso investitori finali e le quotazioni sono bruscamente cadute. Quantunque taluni *market-makers* abbiano cercato di attenuare le difficoltà, essi non sono riusciti a far mutare il clima del mercato e agli inizi del 1987 i problemi hanno iniziato a propagarsi all'intero mercato delle FRN.

Questo episodio evidenzia come possa rivelarsi precaria la liquidità di taluni mercati finanziari relativamente nuovi e non regolamentati, dove non vi è un'autorità centrale la quale assicuri che gli operatori assolvono l'impegno implicito di sorreggere il mercato secondario. Esso solleva altresì quesiti di ordine più generale circa la capacità del sistema finanziario di resistere a gravi contraccolpi, quali un improvviso e generalizzato aumento dei tassi di interesse, e sul tipo di vigilanza e di regolamentazione appropriato in un periodo di rapida trasformazione ed innovazione strutturale.

### **Il settore bancario internazionale**

*L'andamento degli aggregati complessivi.* Dopo una pronunciata espansione nel 1985, la crescita dell'attività bancaria internazionale si è ulteriormente accelerata lo scorso anno. In termini di dollari correnti, le attività lorde sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI si sono accresciute di ben \$651,8 miliardi, cioè del 25%. Le variazioni di valutazione dovute ai movimenti dei tassi di cambio, che hanno incrementato il valore in dollari delle posizioni denominate in altre valute, sono state molto ampie; nondimeno, anche escludendo questi effetti di cambio, l'espansione delle attività esterne delle banche dichiaranti è passata da \$233,5 miliardi nel 1985 a \$476,6 miliardi nel 1986. Questa cifra rappresenta l'incremento di gran lunga più ampio finora registrato. Inoltre, l'aumento dei crediti bancari in valuta estera sul mercato interno si è più che raddoppiato, passando da \$64,8 a 147,7 miliardi.

La rapidissima espansione dell'attività bancaria internazionale è in gran parte dovuta al massiccio aumento delle operazioni interbancarie all'interno dell'area dichiarante, cui va ascritto ben il 90% della crescita delle posizioni creditorie esterne delle banche dichiaranti. Come si è detto in precedenza, questa straordinaria esuberanza del mercato interbancario è riconducibile a diversi fattori: l'aumentata presenza delle banche sui mercati mobiliari, le aspettative e gli arbitraggi sui tassi di interesse, il ruolo crescente delle banche giapponesi, che detengono tradizionalmente una quota elevata di attività interbancarie, e l'apertura del "Japan Offshore Market".

*Raccolta e impieghi dei fondi bancari internazionali.* L'eccezionale espansione degli aggregati bancari internazionali si è accompagnata ad una considerevole accelerazione della crescita effettiva dell'attività creditizia. Al netto delle duplicazioni dovute al rideposito di fondi tra le stesse banche dell'area dichiarante, si può stimare che nel 1986 il totale del credito in essere del settore bancario

**Banche dichiaranti alla BRI: configurazione dell'attività internazionale**

Voci	Attività					Passività				
	Flussi depurati degli effetti di cambio				Consi- stenze a fine 1986	Flussi depurati degli effetti di cambio				Consi- stenze a fine 1986
	1981	1984	1985	1986		1981	1984	1985	1986	
in miliardi di dollari USA										
Posizioni sull'estero verso:										
1. banche all'interno dell'area dichiarante . . . . .	160,8	94,1	182,4	428,6	2.063,4	159,3	108,9	197,4	431,0	2.231,1
2. soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante . . . . .	31,6	16,9	23,1	29,8	419,6	50,6	12,0	23,3	57,3	426,8
3. paesi esterni all'area dichiarante . . . . .	65,7	13,1	23,8	9,1	668,4	16,6	28,8	19,3	- 7,0	410,1
4. non classificate . . . . .	6,7	-	4,2	9,1	69,7	11,2	0,3	2,5	28,6	111,5
<b>Totale posizioni sull'estero</b>	<b>264,8</b>	<b>124,1</b>	<b>233,5</b>	<b>476,6</b>	<b>3.221,1</b>	<b>237,7</b>	<b>150,0</b>	<b>242,5</b>	<b>509,9</b>	<b>3.179,5</b>
di cui: in valuta estera e in ECU . . . . .	165,0	82,7	184,2	344,1	2.331,4	189,1	92,0	173,6	395,1	2.466,2
Posizioni sull'interno in valuta estera:										
5. interbancarie <sup>1</sup> . . . . .	51,2	14,3	52,5	126,8	566,0	48,4	15,1	65,1	95,8	531,6
6. verso soggetti non bancari <sup>2</sup> . . . . .	19,4	13,2	12,3	20,9	185,7	5,3	5,7	7,1	17,4	90,6
<b>Totale posizioni sull'interno</b>	<b>70,6</b>	<b>27,5</b>	<b>64,8</b>	<b>147,7</b>	<b>751,7</b>	<b>53,7</b>	<b>20,8</b>	<b>72,2</b>	<b>113,2</b>	<b>622,2</b>
<b>Totale posizioni in valuta estera</b> . . . . .	<b>235,6</b>	<b>110,2</b>	<b>249,0</b>	<b>491,8</b>	<b>3.083,1</b>	<b>242,8</b>	<b>112,8</b>	<b>245,8</b>	<b>508,3</b>	<b>3.088,4</b>

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.

<sup>1</sup> Solo per le banche situate in Europa, Canada e Giappone. I dati relativi a quest'ultimo paese comprendono anche le posizioni verso soggetti non bancari. <sup>2</sup> Solo per le banche situate in Europa e Canada.

internazionale si sia accresciuto di \$160 miliardi, superando così del 50% circa l'aumento registrato nel 1985. Inoltre, l'espansione è provenuta, in misura ancor maggiore che nel 1985, pressoché integralmente dalla stessa area dichiarante, alla quale va infatti attribuito quasi il 90% dei nuovi crediti accordati a prenditori finali.

Il ritmo sostenuto dell'attività di credito all'interno dell'area è dovuto soprattutto all'assorbimento da parte delle stesse banche dichiaranti di fondi internazionali per impieghi sull'interno (oltre \$90 miliardi), sebbene anche i crediti diretti a soggetti non bancari abbiano segnato un aumento di ben \$51 miliardi, ossia del 9%. Giappone, Regno Unito e Stati Uniti hanno congiuntamente concorso per oltre il 75% all'incremento delle attività esterne verso l'area dichiarante. Le banche degli Stati Uniti paiono aver impiegato \$24 miliardi circa di fondi raccolti all'estero per crediti a residenti nazionali, mentre i settori non bancari USA hanno mutuato \$16 miliardi direttamente dalle banche dichiaranti di altri paesi. Le banche giapponesi hanno importato circa \$35 miliardi di fondi in valuta estera destinandoli

Raccolta e impieghi dei fondi bancari internazionali. Stime

	Flussi depurati degli effetti di cambio						Consi- stenze a fine 1986
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	
	in miliardi di dollari USA						
Impieghi di fondi:							
area dichiarante . . . . .	92	42	52	77	77	142	1.032
area esterna . . . . .	66	39	28	13	24	9	668
non classificati . . . . .	7	14	5	-	4	9	70
Totale . . . . .	165	95	85	90	105	160	1.770
Raccolta di fondi:							
area dichiarante . . . . .	137	93	81	61	83	138	1.248
area esterna . . . . .	17	-12	1	29	19	-7	410
non classificati . . . . .	11	14	3	-	3	29	112
Totale . . . . .	165	95	85	90	105	160	1.770
Flussi netti:							
area dichiarante . . . . .	-45	-51	-29	16	-6	4	-216
area esterna . . . . .	49	51	27	-16	5	16	258
non classificati . . . . .	-4	-	2	-	1	-20	-42

essenzialmente all'erogazione di crediti netti in valuta estera sul mercato interno, che probabilmente hanno finanziato un'ampia parte degli acquisti di titoli esteri da parte di residenti. In aggiunta, i soggetti non bancari giapponesi hanno ottenuto direttamente dalle banche all'estero nuovi crediti per \$4,3 miliardi. Nel Regno Unito il settore non bancario ha raccolto \$17,4 miliardi sull'euromercato oppure presso banche all'estero, e una parte cospicua di questo indebitamento è imputabile alle società di intermediazione finanziaria a capitale straniero.

Altri importanti mutuatari non bancari di fondi reperiti sia all'estero sia in valuta estera sul mercato interno sono stati i residenti dei Paesi Bassi (\$4,9 miliardi), che pare abbiano finanziato in tal modo una parte considerevole delle loro acquisizioni di titoli esteri, e i residenti svizzeri (\$3,5 miliardi). Per contro, i mutuatari di Spagna, Germania e Francia hanno ridotto le loro passività in essere verso le banche dichiaranti rispettivamente di \$4,8, 4 e 2,3 miliardi.

Dal lato della raccolta, gli afflussi di fondi identificati dall'interno dell'area dichiarante sono ammontati a \$138 miliardi, con un incremento di \$55 miliardi rispetto all'anno precedente. Questa accelerazione è dovuta in ampia misura ai nuovi depositi accertati di soggetti non bancari che si sono più che raddoppiati, passando da \$30 miliardi nel 1985 a \$75 miliardi. Nonostante il processo di *securitisation*, ciò costituisce il più forte incremento annuo finora registrato. Inoltre, si stima che i fondi incanalati sul mercato per il tramite dei conti fiduciari detenuti presso le banche in Svizzera siano ammontati a \$5 miliardi circa; una quota consistente dell'aumento di \$29 miliardi nelle partite non classificate può essere attribuita alle emissioni di titoli negoziabili da parte delle banche dichiaranti, che con ogni probabilità sono stati acquistati in massima parte da residenti dell'area dichiarante. Quasi \$60 miliardi dei fondi affluiti dall'area sono provenuti dalle banche stesse. Le banche operanti in Germania e in Giappone sono state importanti fornitrici nette di fondi denominati in valuta estera, per importi di \$24 e 15 miliardi rispettivamente. Un volume consistente di nuovi fondi internazionali, cioè \$12,6 miliardi, è stato anche incanalato sul mercato per il tramite delle banche operanti nei centri *offshore* dichiaranti.

Per quanto riguarda l'offerta di depositi da parte di soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante, i maggiori fornitori di nuovi fondi sull'euromercato sono stati per la prima volta i residenti tedeschi. Essi hanno incrementato il volume di nuovi depositi da soli \$ 2 miliardi nel 1985 a \$ 17 miliardi, pressoché raddoppiando le loro disponibilità in essere sull'euromercato. Le principali ragioni di questo andamento paiono essere state un marcato aumento della liquidità del settore non bancario tedesco e i più attraenti tassi sui depositi in euromarchi. I prelievi dai depositi ufficiali sul mercato dell'euromarco, una sostenuta domanda di fondi in euromarchi per il finanziamento di acquisti di titoli in marchi e una riduzione degli obblighi di riserva applicabile anche ai fondi importati dall'euromercato hanno consentito alle banche tedesche di offrire alla clientela di prim'ordine tassi sui depositi in euromarchi più favorevoli di quelli praticati all'interno.

I residenti USA, che tradizionalmente costituiscono la principale fonte di depositi non bancari sull'euromercato, hanno accresciuto i loro saldi in essere presso le banche dichiaranti di \$ 14,1 miliardi, cioè dell'8%. Si è avuto inoltre un pronunciato incremento dei depositi provenienti da soggetti non bancari del Regno Unito (\$ 13,8 miliardi), soprattutto sotto forma di disponibilità in valuta estera costituite presso le stesse banche all'interno. Anche in altri paesi dichiaranti e nei centri *offshore* l'aumento dei depositi provenienti da operatori non bancari ha segnato una forte accelerazione. I maggiori incrementi sono stati segnalati per i residenti dei paesi del Benelux (\$ 9 miliardi), di Bermuda (\$ 2,7 miliardi), Panama (\$ 2,2 miliardi) e Canada (\$ 2,1 miliardi).

*Andamento delle operazioni delle banche dichiaranti con i paesi esterni all'area dichiarante.* Tra il 1985 e il 1986 la crescita delle attività verso i paesi esterni all'area dichiarante si è notevolmente rallentata, scendendo da \$ 24 a 9 miliardi, il livello più basso dalla fine degli anni '60. Poiché questi paesi hanno contemporaneamente ridotto di \$ 7 miliardi i loro depositi presso le banche dichiaranti, nel 1986 essi sono stati nel complesso prenditori netti di fondi nella misura di \$ 16 miliardi. I dati aggregati nascondono una notevole disparità tra gli andamenti nei singoli paesi e sottogruppi, riconducibile alle diverse posizioni di bilancia dei pagamenti e alle differenti possibilità di accesso ai mercati internazionali dei capitali. In particolare, non ha accennato a scomparire la netta dicotomia tra mutuatari con buona affidabilità creditizia e paesi con problemi di finanziamento esterno. Inoltre, le attività delle banche dichiaranti verso i paesi debitori in posizione critica sono state sempre più influenzate da una serie di fattori che non rispecchiano l'effettivo flusso di fondi. Il più importante di essi, il cui impatto complessivo può essere approssimativamente stimato in \$ 3-4 miliardi, è rappresentato dalla conversione di prestiti in partecipazioni azionarie o in strumenti debitori sull'interno, dalla cessione di crediti a soggetti diversi dalle banche dichiaranti, e dal trasferimento di attività ad enti di assicurazione del credito all'esportazione (si veda la pagina 133).

Lo scorso anno i flussi di finanziamento bancario ai paesi in via di sviluppo non OPEC, che nel 1985 avevano segnato una certa ripresa, si sono praticamente arrestati, mentre questi paesi hanno accresciuto di \$ 11,4 miliardi le loro disponibilità in essere presso le banche. Tuttavia questo andamento è stato fortemente influenzato dagli sviluppi relativi a Taiwan, le cui massicce acquisizioni di riserve ufficiali sono state in buona parte ridepositate presso le banche dichiaranti. Se si esclude questo

Flussi creditizi tra le banche dichiaranti alla BRI e gruppi di paesi esterni  
all'area dichiarante<sup>1</sup>. Stime

Posizione delle banche dichiaranti verso:	Variazioni a tassi di cambio costanti di fine trimestre							Consistenze a fine 1986
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	
in miliardi di dollari USA								
<b>Paesi OPEC<sup>2</sup></b>								
attività . . . . .	7,0	4,2	8,2	9,8	- 1,9	0,2	- 0,2	116,4
passività . . . . .	41,9	3,2	-18,2	-13,0	2,1	7,6	-22,1	143,8
posizione netta <sup>3</sup> . . . . .	- 34,9	1,0	26,4	22,8	- 4,0	- 7,4	21,9	- 27,4
<i>per memoria:</i>								
riserve in valuta estera <sup>4</sup> . . . . .	14,2	- 8,8	- 7,5	- 8,3	- 3,4	6,4	-14,0	47,1
saldo delle partite correnti . . . . .	107,0	53,5	- 8,5	-20,5	- 6,5	5,0	-30,5	.
<b>PVS non OPEC</b>								
attività . . . . .	38,9	39,9	19,8	12,6	9,8	11,1	0,1	365,1
passività . . . . .	4,0	9,5	4,6	10,4	19,3	5,7	11,4	195,3
posizione netta <sup>3</sup> . . . . .	34,9	30,4	15,2	2,2	- 9,5	5,4	-11,3	169,8
<i>per memoria:</i>								
riserve in valuta estera <sup>4</sup> . . . . .	- 1,8	- 0,1	- 2,5	8,5	17,5	4,5	23,9	113,3
saldo delle partite correnti . . . . .	- 57,5	-83,5	-68,0	-50,0	-23,0	-26,0	-15,5	.
<b>Altri paesi industriali</b>								
attività . . . . .	15,4	16,8	16,0	7,2	5,3	6,8	4,8	113,8
passività . . . . .	5,7	3,8	- 0,1	1,3	3,1	3,2	3,8	41,6
posizione netta <sup>3</sup> . . . . .	9,7	13,0	16,1	5,9	2,2	3,6	1,0	72,2
<i>per memoria:</i>								
riserve in valuta estera <sup>4</sup> . . . . .	1,2	- 1,6	1,8	2,4	- 1,0	- 1,2	7,5	20,6
saldo delle partite correnti . . . . .	- 15,2	-22,8	-21,3	-12,4	-15,4	-11,0	- 8,8	.
<b>Europa orientale</b>								
attività . . . . .	6,8	4,8	- 4,6	- 1,1	- 0,1	5,7	4,4	73,1
passività . . . . .	0,9	0,1	2,0	2,7	4,3	2,8	- 0,1	29,4
posizione netta <sup>3</sup> . . . . .	5,9	4,7	- 6,6	- 3,8	- 4,4	2,9	4,5	43,7

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

<sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> Compresi anche il Bahrain (sino alla fine del 1983), Brunei, Oman, Trinidad e Tobago. <sup>3</sup> Il segno negativo (-) equivale a depositi netti. <sup>4</sup> A tassi di cambio correnti.

paese, le attività e passività delle banche dichiaranti verso i PVS non OPEC si sono ridotte di \$3,8 e 2,9 miliardi rispettivamente. Diversamente da Taiwan, gli altri paesi asiatici hanno ridotto il loro indebitamento verso le banche oppure hanno accresciuto il loro ricorso al credito soltanto in misura modesta. Cina e India hanno ottenuto \$0,8 miliardi di nuovi crediti ciascuna, mentre la Corea del Sud, che ha conseguito un forte miglioramento della propria bilancia dei pagamenti, ha rimborsato \$2,3 miliardi, riducendo però in pari tempo di \$1,7 miliardi i propri depositi. La Cina ha effettuato prelievi per \$0,7 miliardi, ed è stata pertanto la maggiore prenditrice netta di nuovi fondi (\$1,5 miliardi) dalle banche dichiaranti nell'ambito di questo gruppo; va tuttavia rilevato che nel 1985 il suo indebitamento netto era ammontato a ben \$10,2 miliardi.

Nell'America Latina il solo importante mutuuario di fondi è stata l'Argentina, che ha prelevato ulteriori \$1,6 miliardi a fronte degli schemi di finanziamento

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 1986
	1979	1980	1981	1982	1983	1984*	1985	1986	
	in miliardi di dollari USA								
<b>Attività</b>									
America Latina . . .	23,2	27,4	30,5	12,1	8,3	5,3	1,7	- 1,6	221,8
Medio Oriente . . .	1,2	2,1	2,3	1,7	0,3	- 0,4	0,2	- 0,6	16,9
Africa . . . . .	2,7	2,0	2,0	1,7	0,6	0,1	0,9	- 0,4	22,8
Asia . . . . .	8,2	7,4	5,1	4,3	3,4	4,8	8,3	2,7	103,6
<b>Totale . . . . .</b>	<b>35,3</b>	<b>38,9</b>	<b>39,9</b>	<b>19,8</b>	<b>12,6</b>	<b>9,8</b>	<b>11,1</b>	<b>0,1</b>	<b>365,1</b>
<b>Passività</b>									
America Latina . . .	4,9	- 0,9	4,7	- 1,9	5,8	10,1	0,4	0,4	70,8
Medio Oriente . . .	1,7	2,7	1,5	1,8	- 0,9	- 1,6	1,5	- 0,5	22,7
Africa . . . . .	1,8	0,7	0,5	- 0,8	0,2	1,0	1,4	- 0,2	12,6
Asia . . . . .	3,9	1,5	2,8	5,5	5,3	9,8	2,4	11,7	89,2
<b>Totale . . . . .</b>	<b>12,3</b>	<b>4,0</b>	<b>9,5</b>	<b>4,6</b>	<b>10,4</b>	<b>19,3</b>	<b>5,7</b>	<b>11,4</b>	<b>195,3</b>

\* 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.

concordati con le banche nel 1985. Le posizioni creditorie delle banche verso gli altri paesi latino-americani sono diminuite o rimaste praticamente invariate. In particolare, le attività verso il Messico sono diminuite di \$1,5 miliardi. Al tempo stesso i depositi di questo paese presso le banche dichiaranti, scesi di \$1,5 miliardi nei primi nove mesi dell'anno, sono aumentati di \$1,9 miliardi nel quarto trimestre, in seguito al consistente rientro di capitali espatriati. La riduzione di \$0,7 miliardi delle posizioni creditorie delle banche verso il Cile è dovuta essenzialmente a conversioni di debiti in partecipazioni azionarie. Il Brasile ha prelevato \$1,3 miliardi dai depositi presso le banche dichiaranti, senza mutuare nuovi fondi. Le attività delle banche dichiaranti verso la Colombia, il solo paese maggiore dell'America Latina che non ha negoziato una ristrutturazione del proprio debito, sono rimaste invariate nonostante l'attivazione del prestito di \$1 miliardo concordato nel dicembre 1985 con le banche creditrici, mentre i depositi di questo paese si sono accresciuti di \$0,7 miliardi.

Nel 1986 i paesi OPEC nel loro insieme hanno sopperito alla carenza di disponibilità valutarie conseguente al ribasso del petrolio attingendo \$22,1 miliardi dai loro depositi presso le banche dichiaranti, anziché con il ricorso a nuovo indebitamento. A fine anno la posizione creditoria di questo gruppo di paesi nei confronti delle banche dichiaranti ammontava a soli \$27,4 miliardi, rispetto a \$48,7 miliardi nel dicembre 1985 e al livello massimo di \$96,7 miliardi raggiunto nel marzo 1981. Ad eccezione degli Emirati Arabi Uniti e della Nigeria, che hanno depositato \$1,1 e 0,4 miliardi rispettivamente, quasi tutti i paesi hanno effettuato prelievi netti; questi sono tuttavia stati particolarmente significativi nel caso dell'Arabia Saudita (-\$7,8 miliardi), Venezuela (-\$4,9 miliardi), Iran (-\$3 miliardi), Kuwait (-\$2,9 miliardi), Indonesia (-\$2 miliardi) e Algeria (-\$1,7 miliardi). Per contro, dal lato del ricorso al credito vi sono state pronunciate differenze tra i singoli paesi. Le attività delle banche dichiaranti verso il Venezuela e il Kuwait sono

diminuite di \$1,4 e 0,8 miliardi rispettivamente, mentre sono aumentate di \$1,5 miliardi verso l'Algeria e di \$1,3 miliardi verso l'Iran.

Le posizioni creditorie verso i paesi dell'Europa orientale, che nel 1985 avevano segnato un aumento di \$5,7 miliardi, si sono accresciute di ulteriori \$4,4 miliardi. La maggior parte dell'espansione del credito va ascritta all'Unione Sovietica (\$4,1 miliardi), che ha subito una drastica contrazione degli introiti in monete forti a causa della caduta del prezzo del petrolio. Le attività dichiarate verso la Polonia sono diminuite di \$0,8 miliardi, in buona parte presumibilmente per effetto del trasferimento di attività ad enti pubblici di assicurazione del credito all'esportazione e di vere e proprie cancellazioni di crediti. Altri importanti mutuatari di questo gruppo sono state la Repubblica Democratica Tedesca e la Bulgaria, che hanno raccolto nuovi fondi per \$0,6 e 0,5 miliardi rispettivamente.

I paesi industriali all'esterno dell'area dichiarante hanno mutuato \$4,8 miliardi, accrescendo nel contempo i loro depositi presso le banche dichiaranti di \$3,8 miliardi. I maggiori mutuatari di questo gruppo sono stati Australia, Nuova Zelanda e Turchia che hanno ottenuto rispettivamente \$6,8, 2,5 e 1,4 miliardi, ma hanno anche accresciuto sensibilmente i loro depositi. L'espansione delle attività delle banche dichiaranti verso l'Australia e la Nuova Zelanda è in buona parte il risultato di acquisti in titoli emessi da mutuatari di questi paesi. Significative riduzioni dell'indebitamento bancario in essere sono state registrate da Sudafrica (-\$1,9 miliardi), Portogallo (-\$1,8 miliardi), Grecia (-\$1,3 miliardi) e Jugoslavia (-\$0,9 miliardi).

*Gli andamenti nei singoli centri di mercato.* Per quanto riguarda il ruolo dei singoli centri di mercato, l'aspetto di maggior rilievo è nuovamente rappresentato dalla crescente importanza del Giappone come piazza finanziaria. Lo scorso anno le attività sull'estero delle banche giapponesi sono aumentate di ben \$127,4 miliardi, ossia del 58%. Poiché ancor maggiore è stato l'incremento delle passività esterne, la posizione creditoria netta sull'estero delle banche situate in Giappone, che a fine 1985 ammontava a \$15,3 miliardi, si è annullata. Anche se, per effetto del graduale ma costante processo di liberalizzazione negli ultimi tre anni, l'attività è stata alquanto sostenuta nell'arco dell'intero anno, pressoché metà dell'aumento nel volume delle operazioni ha avuto luogo nel quarto trimestre, a seguito dell'apertura del "Japan Offshore Market" ai primi di dicembre. A fine 1986 le attività esterne contabilizzate presso le unità "offshore" di recente istituzione ammontavano a \$88,7 miliardi, ossia al 26% del totale delle posizioni creditorie sull'estero delle banche in Giappone. A fine marzo 1987 esse erano ulteriormente salite a \$116,1 miliardi.

Vi sono alcune analogie tra il "Japan Offshore Market" e le "International Banking Facilities" (IBF) degli Stati Uniti. Entrambi i mercati sono soggetti a norme valutarie meno stringenti, sono disgiunti dal mercato bancario interno e godono di talune agevolazioni fiscali che, nel caso del Giappone, si limitano peraltro all'esenzione dalla ritenuta fiscale sui pagamenti in conto interessi ai non residenti. Un altro importante aspetto del mercato "offshore" giapponese è che esso consente alle banche giapponesi minori un più agevole accesso alle operazioni finanziarie internazionali.

Mentre negli Stati Uniti le filiali e le rappresentanze di banche estere partecipano con una quota significativa all'attività delle IBF, finora il "Japan

**Andamenti nei singoli centri di mercato**

Posizioni esterne delle banche situate in:	Flussi a tassi di cambio costanti di fine trimestre								Consistenze a fine 1986	
	Attività				Passività				Attività	Passività
	1981	1984	1985	1986	1981	1984	1985	1986		
	in miliardi di dollari USA									
Regno Unito . . . . .	79,5	23,1	30,7	86,7	78,7	35,6	45,7	97,4	714,5	758,9
Francia . . . . .	9,1	8,2	7,4	9,4	14,9	6,6	4,7	12,2	188,0	181,2
Germania . . . . .	7,4	7,4	19,4	38,8	1,5	5,5	6,4	11,0	158,3	99,4
Lussemburgo . . . . .	6,2	7,3	9,6	15,2	4,1	5,8	9,5	16,6	141,1	130,5
Belgio . . . . .	8,8	10,8	16,1	22,6	9,8	12,4	16,9	23,6	124,6	142,9
Svizzera . . . . .	5,1	2,2	9,1	10,3	2,8	1,0	8,1	9,6	95,6	61,4
Paesi Bassi . . . . .	7,4	3,9	5,2	5,9	4,6	1,7	4,2	9,7	88,1	83,3
Italia . . . . .	6,4	2,9	8,7	3,8	4,4	6,6	5,7	8,5	58,1	79,9
Austria . . . . .	2,4	1,9	5,2	6,0	1,8	3,8	5,6	6,8	45,7	49,1
Spagna . . . . .	.	1,3	1,7	2,9	.	0,6	- 1,3	4,4	23,7	23,8
Danimarca . . . . .	0,7	1,2	4,1	- 1,2	0,6	1,4	4,8	- 0,9	11,5	12,0
Svezia . . . . .	0,1	-	1,6	1,2	1,9	- 0,3	3,0	3,4	10,8	23,6
Altri paesi europei dichiaranti <sup>1</sup> . . . . .	0,8	2,2	1,3	3,5	0,9	3,6	4,8	7,4	16,8	37,9
<b>Totale paesi europei dichiaranti . . . . .</b>	<b>133,9</b>	<b>72,4</b>	<b>120,1</b>	<b>205,1</b>	<b>126,0</b>	<b>84,3</b>	<b>118,1</b>	<b>209,7</b>	<b>1.676,8</b>	<b>1.683,9</b>
IBF negli Stati Uniti . . . . .	63,4	17,1	11,8	29,5	48,3	19,4	16,2	44,2	234,3	240,3
Altre banche negli Stati Uniti	12,3	- 2,5	- 8,8	18,3	-10,0	12,6	22,1	27,4	234,4	201,0
<b>Totale banche negli Stati Uniti . . . . .</b>	<b>75,7</b>	<b>14,6</b>	<b>3,0</b>	<b>47,8</b>	<b>38,3</b>	<b>32,0</b>	<b>38,3</b>	<b>71,6</b>	<b>468,7</b>	<b>441,3</b>
Giappone . . . . .	20,7	21,9	53,4	127,4	21,8	23,8	41,4	148,1	345,3	346,0
di cui: mercato "offshore" . . . . .	.	.	.	88,7	.	.	.	88,0	88,7	88,0
Canada . . . . .	2,7	1,8	2,0	6,7	18,0	1,2	2,4	3,5	53,0	69,7
Altri paesi dichiaranti <sup>2</sup> . . . . .	31,8	13,4	55,0	89,6	33,6	8,7	42,3	77,0	677,3	638,6
<b>Totale . . . . .</b>	<b>264,8</b>	<b>124,1</b>	<b>233,5</b>	<b>476,6</b>	<b>237,7</b>	<b>150,0</b>	<b>242,5</b>	<b>609,9</b>	<b>3.221,1</b>	<b>3.179,5</b>

<sup>1</sup> Comprende l'Irlanda e, dal 1984, anche la Finlandia e la Norvegia. <sup>2</sup> 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.

Offshore Market" pare essere stato utilizzato prevalentemente dalle banche giapponesi. Questa differenza si spiega con il ruolo più importante che le banche estere svolgono negli Stati Uniti e con i minori vantaggi relativi che il mercato "offshore" giapponese offre alle istituzioni finanziarie estere.

L'apertura del mercato "offshore" giapponese ha avuto come conseguenza immediata un'espansione delle operazioni con le filiali di banche giapponesi all'estero ed in particolare con quelle operanti nei centri finanziari del Sud-Est asiatico. Si può stimare che il totale delle posizioni esterne reciproche tra i vari stabilimenti bancari giapponesi nel mondo sia aumentato nel quarto trimestre del 1986 di \$80 miliardi circa. Ciò è evidenziato soprattutto dalle posizioni creditorie esterne delle banche situate in altri centri offshore, segnatamente Hong Kong e Singapore, che sono aumentate dell'ammontare record di \$44,3 miliardi.

Lo scorso anno il settore bancario degli Stati Uniti ha continuato a contribuire al finanziamento del disavanzo di parte corrente del paese. Le attività esterne delle banche USA, che nel 1985 non avevano mostrato pressoché alcun incremento, sono

aumentate di \$ 47,8 miliardi, ma le passività hanno fatto registrare un aumento ancor maggiore. Di conseguenza la posizione creditoria netta sull'estero delle banche USA si è ridotta di ulteriori \$ 23,8 miliardi, scendendo a \$ 27,4 miliardi, con un calo di oltre \$ 100 miliardi rispetto al livello record raggiunto nel marzo 1983. Un altro aspetto saliente degli sviluppi relativi alle banche negli Stati Uniti è stato il forte aumento nel 1986 dei crediti all'estero in valute diverse dal dollaro, saliti di \$ 5,8 miliardi, ossia del 30%.

Anche la crescita delle posizioni creditorie esterne delle banche situate nei paesi europei dichiaranti ha segnato una notevole accelerazione tra il 1985 e il 1986, passando da \$ 120 a 205 miliardi; il 10% circa dell'aumento registrato nel 1986 ha avuto luogo sotto forma di acquisti di titoli internazionali. Le sole banche nel Regno Unito hanno concorso con \$ 86,7 miliardi, cioè per il 42%, a questa espansione. Le banche giapponesi operanti a Londra, dove rappresentano il gruppo nazionale più ampio, hanno contribuito alla crescita con oltre \$ 70 miliardi. Pare inoltre che esse abbiano avuto un ruolo significativo nell'aumento di \$ 22,6 miliardi delle attività esterne delle banche in Belgio. Contrariamente a quanto è avvenuto a Londra, gran parte di questa espansione ha riguardato monete diverse dal dollaro, e in particolare il franco svizzero e l'ECU.

Dopo quella registrata dalle banche nel Regno Unito, la maggiore crescita nelle attività esterne è stata l'espansione notificata dalle banche situate in Germania, pari a \$ 38,8 miliardi, per la maggior parte in moneta nazionale. Mentre in tutti gli altri centri europei dichiaranti, con l'esclusione della Svizzera, le banche sono state prenditrici nette di fondi esterni, lo scorso anno le banche tedesche hanno incrementato di \$ 27,8 miliardi la loro posizione creditoria netta sull'estero.

*La struttura per nazionalità del mercato bancario internazionale.* Considerando l'attività bancaria internazionale nel 1986 dal punto di vista della nazionalità di appartenenza della casa-madre, si rilevano andamenti alquanto differenziati. Su un'espansione di \$ 725,8 miliardi (in termini di dollari correnti) della posizione creditoria complessiva delle banche internazionali - data dalle attività esterne più le attività in valuta estera sull'interno - quasi il 57% va attribuito alle banche giapponesi, la cui quota sul totale delle transazioni è salita dal 26% a quasi il 33%. Le ragioni di questo forte aumento delle posizioni internazionali delle banche giapponesi sono già state analizzate nella parte iniziale del presente capitolo; va comunque osservato che quasi il 42% dell'aumento delle attività internazionali delle banche giapponesi è rappresentato da crediti verso stabilimenti collegati. Se si escludono queste posizioni intra-gruppo, il tasso di crescita dell'attività internazionale delle banche giapponesi (47%) non si discosta molto da quello del 40% circa registrato dalle banche tedesche e dalle banche svizzere, anche se in questi ultimi due casi gli effetti di cambio hanno avuto un'incidenza molto maggiore.

Negli altri paesi i tassi di crescita sono stati più modesti. Le banche statunitensi, che hanno continuato a ridimensionare la loro presenza internazionale, hanno incrementato le loro attività internazionali di appena il 2%, cosicché si è ulteriormente contratta la loro quota di mercato, scesa al 17,6%, ossia a poco più della metà di quella delle banche giapponesi. Due anni prima, cioè alla fine del 1984, la quota delle banche USA superava ancora quella delle banche giapponesi. Le attività internazionali delle banche francesi e britanniche hanno segnato incrementi rispettivamente del 18 e 10%.

Attività internazionali delle banche in base alla nazionalità della casa-madre\*

Paese sede della casa-madre	Dicembre 1984		Dicembre 1985		Dicembre 1986	
	in miliardi di dollari USA	quota percentuale sul totale delle attività	in miliardi di dollari USA	quota percentuale sul totale delle attività	in miliardi di dollari USA	quota percentuale sul totale delle attività
Francia . . . . .	200,7	8,9	233,7	8,7	276,1	8,1
Germania . . . . .	143,2	6,4	191,2	7,1	270,0	7,9
Giappone . . . . .	517,9	23,0	706,7	26,4	1.117,7	32,8
Italia . . . . .	90,6	4,0	113,2	4,2	145,1	4,3
Regno Unito . . . . .	168,9	7,5	192,2	7,2	211,7	6,2
Stati Uniti . . . . .	594,5	26,4	589,5	22,0	598,3	17,6
Svizzera . . . . .	82,9	3,7	109,2	4,1	152,0	4,5
Altri . . . . .	450,7	20,1	544,8	20,3	635,4	18,6
Totale . . . . .	2.249,4	100,0	2.680,5	100,0	3.406,3	100,0

\* La tabella riporta le attività internazionali, ossia le attività esterne in tutte le monete più le attività in valuta estera verso residenti locali, degli stabilimenti bancari situati nei seguenti diciassette paesi: Austria, Belgio, Lussemburgo, Canada, Danimarca, Finlandia (dalla fine del 1985), Francia, Germania, Giappone, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti (soltanto le attività esterne in moneta nazionale), Svezia e Svizzera. Le attività internazionali delle banche USA comprendono altresì le posizioni sull'estero notificate dalle filiali di banche statunitensi situate nelle Bahamas, nelle Isole Cayman, a Panama, Hong Kong e Singapore. Le attività bancarie internazionali sono raggruppate nella tabella in base alla nazionalità della casa-madre delle banche dichiaranti.

Vi sono state altresì pronunciate differenze nella composizione della crescita delle attività e passività internazionali tra i vari gruppi nazionali di banche. Le sole banche giapponesi hanno contribuito con \$97,4 miliardi, ossia per il 56%, al volume totale del nuovo credito finale a soggetti non bancari. Questo è stato finanziato mediante l'indebitamento netto sul mercato interbancario, le emissioni di titoli, il finanziamento ottenuto tramite le affiliate in centri non dichiaranti e i fondi raccolti localmente. Le banche in Italia e in Francia hanno mostrato una struttura degli impieghi e della raccolta sostanzialmente analoga. Le banche tedesche, per contro, sono state forti prenditrici dal settore non bancario ed hanno erogato ingenti fondi al mercato interbancario. Le banche USA, che hanno continuato a registrare afflussi relativamente ampi di depositi da operatori non bancari, hanno rappresentato, se si prescinde dalle banche canadesi, il solo gruppo nazionale i cui crediti verso i soggetti non bancari sono diminuiti.

*La struttura per monete dell'attività bancaria internazionale e l'evoluzione del mercato dell'ECU.* Mentre negli anni precedenti la quota relativa del dollaro aveva mostrato una tendenza a diminuire, la forte espansione degli aggregati bancari internazionali nel 1986 va principalmente ascritta alle operazioni in dollari. Il totale delle attività esterne denominate in dollari delle banche nei paesi industriali dichiaranti ha segnato un aumento di ben \$227,2 miliardi, più che quadruplo rispetto a quello del 1985 (si veda la tabella di pagina 118). Quasi il 60% di questa espansione va attribuita alle banche situate in Giappone e nel Regno Unito.

Per quanto concerne le altre monete di denominazione, la crescita più vigorosa si è avuta nuovamente nel settore dello yen che, con un aumento di \$66,2 miliardi, pari al 42%, ha contribuito per oltre il 40% all'espansione complessiva delle attività in monete diverse dal dollaro. L'accelerazione va attribuita ai crediti sull'estero in yen delle banche in Giappone, mentre l'incremento delle attività in euroyen è stato dello stesso ordine di grandezza di quello registrato nel 1985. Le attività in

**Attività e passività internazionali delle banche in base alla nazionalità della casa-madre**

Paese sede della casa-madre	Variazioni nel 1986				Consistenze a fine 1986			
	verso banche collegate	verso altre banche	verso soggetti non bancari <sup>1</sup>	titoli <sup>2</sup>	verso banche collegate	verso altre banche	verso soggetti non bancari <sup>1</sup>	titoli <sup>2</sup>
in miliardi di dollari USA								
<b>Francia</b>								
attività . . . . .	4,3	25,1	12,7	0,3	33,7	155,6	86,4	0,4
passività . . . . .	7,5	31,9	4,9	1,1	42,0	171,7	47,1	3,1
<b>Germania</b>								
attività . . . . .	4,4	63,7	10,6	0,1	17,8	172,1	79,7	0,4
passività . . . . .	7,2	14,0	24,6	0,2	27,9	100,1	72,9	2,7
<b>Giappone</b>								
attività . . . . .	171,3	142,4	97,4	- 0,1	363,3	444,6	307,8	2,0
passività . . . . .	203,5	154,1	23,2	17,0	399,6	512,0	113,3	45,6
<b>Italia</b>								
attività . . . . .	1,7	19,7	10,4	0,1	5,2	103,3	36,3	0,3
passività . . . . .	2,0	29,7	1,7	2,3	7,6	125,0	12,4	5,6
<b>Regno Unito</b>								
attività . . . . .	4,1	9,8	5,9	- 0,3	29,1	101,6	79,2	1,8
passività . . . . .	6,0	6,2	8,7	2,8	31,3	88,6	77,3	29,0
<b>Stati Uniti</b>								
attività . . . . .	4,7	7,0	- 2,7	- 0,2	252,8	179,9	163,0	2,6
passività . . . . .	3,7	7,6	10,9	- 2,6	222,2	120,2	196,7	32,8
<b>Svizzera</b>								
attività . . . . .	6,9	26,0	9,2	0,7	23,0	80,9	40,5	7,6
passività . . . . .	15,7	15,1	5,3	- 2,2	55,5	31,7	37,9	7,9
<b>Altri</b>								
attività . . . . .	16,1	44,8	28,9	0,8	85,0	303,7	242,2	4,5
passività . . . . .	14,2	59,6	26,4	3,3	74,7	353,2	210,2	18,7
<b>Totale</b>								
attività . . . . .	213,5	338,5	172,4	1,4	809,9	1.541,7	1.035,1	19,6
passività . . . . .	259,8	318,2	105,7	21,9	860,8	1.502,5	767,8	145,4

<sup>1</sup> Comprende le attività e passività verso istituzioni monetarie ufficiali.    <sup>2</sup> Comprende i certificati di deposito.

euromarchi non sono aumentate, mentre si è avuto un forte incremento dei crediti esterni in marchi delle banche in Germania. Per contro, è stata relativamente sostenuta l'espansione delle attività in eurosterline (+ \$ 8,7 miliardi) e in eurolire (+ \$ 4 miliardi), dovuta in larga misura ai fondi raccolti rispettivamente da residenti britannici ed italiani.

Dopo diversi anni di rapida espansione, nel 1986 l'attività bancaria denominata in ECU ha subito un forte rallentamento. La crescita delle attività in ECU, compresi i crediti verso residenti, è passata da \$ 16,6 miliardi nel 1985 a \$ 7 miliardi, ossia da quasi il 45 al 10% circa (si veda la tabella di pagina 119). Poiché l'aumento delle passività è stato ancor minore, il volume delle operazioni in ECU che ha dovuto essere finanziato dalle banche stesse mediante l'aggregazione delle monete costituenti il paniere è aumentato di \$ 3 miliardi, raggiungendo un totale di \$ 10,1 miliardi.

Due fattori contribuiscono a spiegare il rallentamento della crescita del mercato dell'ECU durante lo scorso anno. In primo luogo, l'incertezza circa l'andamento di alcune monete che compongono l'ECU ha diminuito l'utilità di tale unità monetaria a fini di copertura. In secondo luogo, si è ridotto il differenziale

**Struttura per monete delle posizioni sull'estero delle banche dichiaranti<sup>1</sup>**

Monete		Flussi depurati degli effetti di cambio								Consistenze a fine 1986	
		Attività				Passività				Attività	Passività
		1981	1984	1985	1986	1981	1984	1985	1986		
in miliardi di dollari USA											
Dollaro USA	A	86,0	22,0	52,9	185,2	116,5	40,0	41,3	207,6	1.045,3	1.161,9
	B	74,4	8,8	1,4	42,0	38,4	27,9	33,5	60,9	443,6	411,8
Altre monete	A	45,2	34,7	64,1	62,9	39,0	32,7	78,2	106,6	560,4	621,8
	B	25,4	32,4	46,4	90,0	10,2	30,2	34,8	53,2	441,4	299,0
<i>di cui<sup>2</sup>:</i>											
marco tedesco	A	15,8	10,6	13,5	—	10,2	16,4	16,0	28,8	208,8	236,0
	B	4,8	4,2	15,5	26,4	0,2	2,9	3,0	2,3	116,4	61,6
franco svizzero	A	11,2	2,9	15,3	7,9	15,8	2,7	18,9	17,6	111,6	133,5
	B	2,6	1,6	2,8	3,3	2,4	1,0	2,4	1,4	49,2	15,9
yen	A	6,6	6,4	21,0	21,4	5,8	1,8	19,4	21,9	85,2	81,6
	B	5,2	11,9	22,1	44,8	1,7	11,3	17,9	29,9	137,9	91,5
sterlina	A	3,7	5,0	4,8	8,7	0,3	4,7	7,1	10,1	32,6	38,2
	B	5,0	6,7	2,3	8,9	4,8	8,3	5,6	9,3	49,8	61,0
ECU		.	12,8	13,7	6,9	.	10,5	12,4	4,6	53,1	46,4

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

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

positivo di interesse tra i depositi in ECU e in euromarchi. Di conseguenza, lo scorso anno i depositi in ECU di soggetti non bancari dei paesi CEE sono calati di \$0,8 miliardi, dopo l'aumento di \$2,6 miliardi nel 1985. Questa inversione di flusso va attribuita quasi per intero ai residenti dei paesi del Benelux, che negli anni precedenti erano stati il più importante gruppo di investitori. D'altra parte, il nuovo credito a utilizzatori finali non bancari si è mantenuto ai livelli del 1985 (+ \$2 miliardi), con un aumento dei crediti a residenti di paesi esterni all'area CEE di quasi il 100%.

*Il mercato dei prestiti consorziali.* Dopo aver toccato nel 1985 il livello minimo dell'ultimo decennio, lo scorso anno l'attività sul mercato dei prestiti consorziali ha dato segni di ripresa, con un aumento nel volume totale dei nuovi prestiti internazionali annunciati da \$21,1 a 37,8 miliardi (tabella a pagina 120). Di questo importo \$8 miliardi rappresentano tuttavia facilitazioni a medio termine predisposte per alcuni paesi debitori in posizione critica, mentre nel 1985 questi prestiti "non spontanei" erano ammontati a soli \$2,3 miliardi. Ad eccezione dei paesi dell'Europa orientale, tutti i gruppi di paesi hanno accresciuto il ricorso ai prestiti consorziali, ma l'accelerazione è stata particolarmente pronunciata nel caso dei paesi dichiaranti stessi, per i quali vi è stato un aumento da \$7,1 miliardi nel 1985 a \$14,7 miliardi. I finanziamenti più cospicui sono stati concordati con i mutuatari degli Stati Uniti (\$3,8 miliardi), della Francia (\$3,2 miliardi) e dell'Italia (\$2,1 miliardi). I nuovi prestiti ottenuti dai PVS (compresi i paesi OPEC) sono aumentati da \$5,6 a 8,4 miliardi (escluse le facilitazioni concertate sotto l'egida ufficiale), ed i maggiori beneficiari sono stati Corea del Sud (\$1,3 miliardi), India (\$1 miliardo), Algeria e Cina (\$0,9 miliardi ciascuna).

Nel primo trimestre 1987, in parte a causa delle difficoltà sorte sul mercato delle FRN, si è avuto un ulteriore forte aumento dei nuovi prestiti consorziali

Struttura del mercato bancario dell'ECU

	Attività				Passività			
	Flussi <sup>1</sup>			Consi- stenze a fine 1986	Flussi <sup>1</sup>			Consi- stenze a fine 1986
	1984	1985	1986		1984	1985	1986	
in miliardi di dollari USA								
Posizioni verso soggetti non bancari:								
sull'interno . . . . .	2,6	- 0,7	0,1	6,5	0,6	1,7	- 0,4	3,4
sull'estero nell'ambito della CEE . . . . .	1,2	1,2	0,6	6,1	0,3	0,9	- 0,4	1,9
sull'estero al di fuori della CEE . . . . .	0,4	0,9	1,0	2,1	-	0,4	-	0,5
non classificate <sup>2</sup> . . . . .	0,6	0,6	0,3	2,2	0,2	0,3	-	0,9
<b>Totale posizioni verso soggetti non bancari . . . . .</b>	<b>4,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>16,9</b>	<b>1,1</b>	<b>3,3</b>	<b>- 0,8</b>	<b>6,7</b>
Posizioni verso le banche:								
sull'interno . . . . .	3,8	3,6	-	13,1	3,4	3,7	- 0,2	12,9
sull'estero nell'ambito della CEE . . . . .	8,3	7,6	0,8	31,0	8,3	7,6	1,8	32,6
sull'estero al di fuori della CEE . . . . .	0,9	2,0	3,3	7,4	0,9	2,6	2,8	8,0
non classificate <sup>2</sup> . . . . .	1,4	1,4	0,9	4,3	0,8	0,6	0,4	2,4
<b>Totale posizioni interbancarie . . . . .</b>	<b>14,4</b>	<b>14,6</b>	<b>5,0</b>	<b>55,8</b>	<b>13,4</b>	<b>14,5</b>	<b>4,8</b>	<b>55,9</b>
<b>Totale . . . . .</b>	<b>19,2</b>	<b>16,6</b>	<b>7,0</b>	<b>72,7</b>	<b>14,5</b>	<b>17,8</b>	<b>4,0</b>	<b>62,6</b>

<sup>1</sup> A tassi di cambio costanti di fine trimestre. <sup>2</sup> Comprende le istituzioni internazionali diverse dalla BRI.

annunciati, pari a \$ 17,3 miliardi, corrispondente ad un incremento su base annua di quasi \$ 70 miliardi, il livello più alto dal 1982. La crescita ha nuovamente riguardato in larga parte i paesi dichiaranti; all'aumento dei prestiti concordati con questi ultimi ha contribuito in notevole misura lo schema di finanziamento di \$ 5 miliardi a favore della British Petroleum.

**I mercati mobiliari internazionali**

*Il comparto a breve termine.* Nel 1986 il mercato delle *euronotes* ha continuato ad espandersi vigorosamente, ma vi è stato un assai minore ricorso agli schemi che prevedono l'approntamento di fondi da parte del consorzio bancario di garanzia in presenza di condizioni di mercato avverse, con una corrispondente tendenza all'ampliamento del mercato internazionale della *commercial paper*. Il volume delle nuove facilitazioni per l'emissione di *euronotes* è aumentato del 40%, per un importo di \$ 69,5 miliardi, e a fine 1986 erano in essere più di 350 linee di credito. Si stima che a fine anno l'ammontare cumulativo dei titoli emessi nel quadro di queste facilitazioni raggiungesse soli \$ 35 miliardi circa, ma vi sono indicazioni di un aumento della quota di utilizzo. Gli schemi senza clausola di garanzia e non appoggiati direttamente da una linea *standby* sono stati pari a quasi l'80% del totale delle nuove facilitazioni ed hanno assunto prevalentemente la forma di programmi *eurocommercial paper*. In aggiunta, è stato concordato un numero crescente di facilitazioni per le quali non è fissato alcun limite all'ammontare dei titoli che possono essere emessi.

Attività sul mercato finanziario internazionale,  
suddivisa per settori di mercato e per mutuatari

Tipi di strumenti	Mutuatari						
	Stati Uniti	Altri paesi industriali dichiaranti <sup>1</sup>	Altri paesi industriali	Europa orientale	PVS (compresi paesi OPEC)	Altri paesi <sup>2</sup>	Totale
	in miliardi di dollari USA						
Obbligazioni internazionali							
1981	7,2	24,1	1,6	—	3,2	7,9	44,0
1982	15,3	37,6	4,0	—	3,1	11,6	71,6
1983	7,9	43,8	3,6	—	1,8	14,9	72,0
1984	24,8	60,8	6,1	0,1	2,7	13,4	107,9
1985	40,2	87,2	9,5	0,4	6,2	20,2	163,7
1986	40,7	140,7	15,6	0,6	2,9	19,8	220,3
1987 I trimestre	9,4	38,7	4,0	0,3	0,4	6,9	59,7
"Euro-note facilities" <sup>3</sup>							
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	3,0	9,6	4,8	0,1	0,6	0,7	18,8
1985	16,6	20,8	9,8	0,1	1,0	1,2	49,5
1986	18,3	37,4	11,0	0,1	1,0	1,7	69,5
1987 I trimestre	2,7	10,1	2,9	—	0,1	0,2	16,0
Totale mercati mobiliari							
1981	7,2	24,1	2,1	—	3,7	7,9	45,0
1982	15,7	38,4	4,4	—	3,6	11,8	73,9
1983	8,3	45,4	4,6	0,1	2,0	14,9	75,3
1984	27,8	70,4	10,9	0,2	3,3	14,1	126,7
1985	56,8	108,0	19,3	0,5	7,2	21,4	213,2
1986	59,0	178,1	26,6	0,7	3,9	21,5	289,8
1987 I trimestre	12,1	48,8	6,9	0,3	0,5	7,1	75,7
Prestiti bancari consorziali <sup>4</sup>							
1981	8,3 <sup>5</sup>	30,8	6,0	1,1	48,0	2,3	96,5 <sup>5</sup>
1982	7,0	23,0	12,5	0,8	53,5	2,6	99,4 <sup>5</sup>
1983	3,4	13,7	5,6	0,7	26,7	1,7	51,8 <sup>5</sup>
1984	3,6	8,6	4,3	2,5	17,1	0,5	36,6 <sup>5</sup>
1985	2,1	5,0	2,3	3,7	7,9	0,1	21,1 <sup>5</sup>
1986	3,8	10,9	3,6	2,0	16,4	1,1	37,8 <sup>5</sup>
1987 I trimestre	2,4	10,3	1,3	0,8	1,9	0,6	17,3

<sup>1</sup> Paesi che contribuiscono alle statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale. <sup>2</sup> Centri *offshore*, istituzioni internazionali più partite non classificate. <sup>3</sup> 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 *eurocommercial paper* (ECP). <sup>4</sup> Esclusi i prestiti in essere rinegoziati, nel caso in cui siano cambiati soltanto gli *spreads*. <sup>5</sup> Esclusi \$35 miliardi di crediti *standby* accordati in connessione ad operazioni di incorporazione. <sup>6</sup> 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, \$2,3 miliardi nel 1985 e \$8 miliardi nel 1986.

Fonte: Banca d'Inghilterra.

Sebbene lo spostamento verso gli schemi di tipo *commercial paper* si sia prodotto in parte come reazione all'imposizione di coefficienti di capitale proprio a fronte degli impegni di sottoscrizione, hanno svolto un certo ruolo anche considerazioni di costo di carattere più generale. Oltre all'assenza della garanzia da parte della banca concedente, molte nuove facilitazioni prevedono formule più flessibili in termini di scadenze, condizioni di tasso, distribuzione e regolamento, che sono caratteristiche del mercato della *commercial paper* negli Stati Uniti.

L'espansione del mercato delle *euronotes* si è accompagnata ad un crescente collegamento con i mercati interni e alla loro estensione a valute di denominazione

diverse dal dollaro. Le facilitazioni a componenti multiple, che consentono ai mutuatari di raccogliere fondi in forme diverse, sia sui mercati interni che sugli euromercati e con opzione di valuta, hanno rappresentato una quota significativa delle nuove linee concordate lo scorso anno. Un aspetto più importante è che l'integrazione tra settori interni ed internazionali si è prodotta attraverso un restringimento dei differenziali di costo. I dati disponibili per il mercato del dollaro USA indicano che, sebbene i tassi di interesse sull'*eurocommercial paper* siano superiori a quelli delle emissioni sul mercato interno USA per analoghe categorie di mutuatari, il differenziale è compensato dalle più basse commissioni di negoziazione. Un aspetto collegato è lo sviluppo di nuovi mercati interni per la trattazione di *commercial paper*. Dalla fine del 1985 mercati di questo tipo sono stati istituiti in Gran Bretagna, nei Paesi Bassi e in Francia. Nel Regno Unito, dalla sua apertura nella primavera del 1986 il mercato ha fatto registrare un flusso costante di programmi di emissione, ma la sua crescita è stata ostacolata dalla regolamentazione vigente. Escludendo i programmi *commercial paper* senza limiti all'emissione di titoli, lo scorso anno sono state poste in essere nuove facilitazioni per \$2 miliardi, e a fine anno era stato emesso un ammontare di titoli inferiore a \$1 miliardo. Dopo una vigorosa espansione nel primo semestre del 1986, in Francia le emissioni si sono rallentate, e a fine anno l'importo in essere raggiungeva \$4 miliardi circa.

Per quanto riguarda gli strumenti, la principale innovazione del 1986 è lo sviluppo delle facilitazioni per l'emissione di *euronotes* a medio termine. Al pari della carta commerciale, le *euronotes* a medio termine sono titoli di credito non garantiti, emessi in serie aperta, ma con scadenze più lunghe, varianti da nove mesi a dieci anni. Tali strumenti, che fanno da ponte tra i segmenti a breve e a più lungo termine del mercato, offrono ai mutuatari una considerevole flessibilità per quanto concerne il profilo delle scadenze, nonché la dimensione e la scelta temporale delle emissioni. Negli Stati Uniti già da qualche tempo un certo numero di società finanziarie di prim'ordine ha la possibilità di far ricorso a programmi per l'emissione di *notes* a medio termine, ma queste ultime non superano il 10-15% del mercato interno complessivo della carta commerciale. Tuttavia negli ultimi anni la comparsa di un mercato secondario e la flessibilità offerta dalle procedure di "shelf registration", che consentono agli emittenti di collocare i propri titoli sul mercato interno in qualsiasi momento dopo aver adempiuto gli obblighi di notifica alla SEC (anziché ad una singola data di emissione prestabilita), hanno dato ulteriore impulso alla crescita degli strumenti in parola. Sull'euromercato sono state concordate nel corso del 1986 facilitazioni a medio termine per \$3,7 miliardi.

Nonostante sia aumentato il numero delle facilitazioni collegate all'emissione di *euronotes*, il mercato è rimasto sostanzialmente confinato ai mutuatari di prim'ordine e ai prenditori dei paesi industriali. Tuttavia, data la crescente affinità con la carta commerciale, numerose società, che solitamente non fanno ricorso all'euromercato, si sono avvalse delle *euronotes facilities* in appoggio alle emissioni di *commercial paper* sul mercato interno. Lo scorso anno le società statunitensi e le loro affiliate finanziarie hanno nuovamente rappresentato il gruppo più importante di mutuatari, ottenendo \$18,3 miliardi. L'aspetto di maggior rilievo è stata tuttavia la forte crescita, da \$0,5 miliardi nel 1985 a \$10,4 miliardi, dei fondi raccolti da emittenti giapponesi. Questo rapido aumento ha avuto luogo prevalentemente durante il secondo semestre dell'anno e va attribuito in larga parte alle banche

**Profilo strutturale dei mercati obbligazionari internazionali<sup>1</sup>**

Voci	1983	1984	1985	1986					1987
				anno	1° tri- mestre	2° tri- mestre	3° tri- mestre	4° tri- mestre	
in miliardi di dollari USA									
Totale emissioni . . . . .	72,0	107,9	163,7	220,3	55,4	55,7	60,1	49,1	59,7
suddivise per tipo di emissione:									
a tasso fisso . . . . .	56,7	73,9	107,8	172,5	47,0	46,4	39,3	39,8	57,0
a tasso variabile (FRN) . . . . .	15,3	34,0	55,9	47,8	8,4	9,3	20,8	9,3	2,7
di cui:									
obbligazioni collegate ad azioni <sup>2</sup>	9,9	11,9	11,6	27,1	5,3	6,9	7,6	7,3	7,8
suddivise per monete di denominazione:									
dollari USA euroemissioni . . . . .	35,8	67,1	95,1	114,8	25,9	29,6	33,7	25,6	18,2
emissioni estere . . . . .	3,4	1,3	3,5	5,7	2,2	—	0,7	2,8	1,2
franchi svizzeri . . . . .	14,0	13,1	15,0	23,3	6,3	4,9	6,1	6,0	6,2
marchi tedeschi . . . . .	6,4	7,0	11,3	16,2	4,4	5,1	3,9	2,8	6,6
ECU <sup>3</sup> . . . . .	1,7	2,9	7,3	6,8	1,6	2,8	0,8	1,6	3,7
yen euroemissioni . . . . .	0,3	1,2	6,8	18,6	5,1	3,0	5,8	4,7	8,6
emissioni estere . . . . .	3,7	4,7	5,4	4,0	2,5	0,6	0,4	0,5	0,5
sterline euroemissioni . . . . .	2,0	4,1	5,6	10,5	3,1	3,9	3,0	0,5	5,3
emissioni estere . . . . .	0,9	1,4	1,0	0,4	0,2	0,2	—	—	—
Altre . . . . .	3,8	5,1	12,7	20,0	4,1	5,6	5,7	4,6	9,4

<sup>1</sup> Obbligazioni a tasso fisso ed a tasso variabile (FRN). <sup>2</sup> Obbligazioni convertibili ed obbligazioni con opzione contrattuale (*warrant*). <sup>3</sup> Escluse le obbligazioni emesse sui rispettivi mercati nazionali dei mutuatari.

Fonte: Banca d'Inghilterra.

giapponesi, che hanno cercato di ampliare in tal modo la base degli investitori per le loro emissioni di certificati di depositi. Gli altri importanti utilizzatori di queste facilitazioni sono stati Australia (\$6,9 miliardi), Francia (\$4,5 miliardi) e Svezia (\$4,4 miliardi).

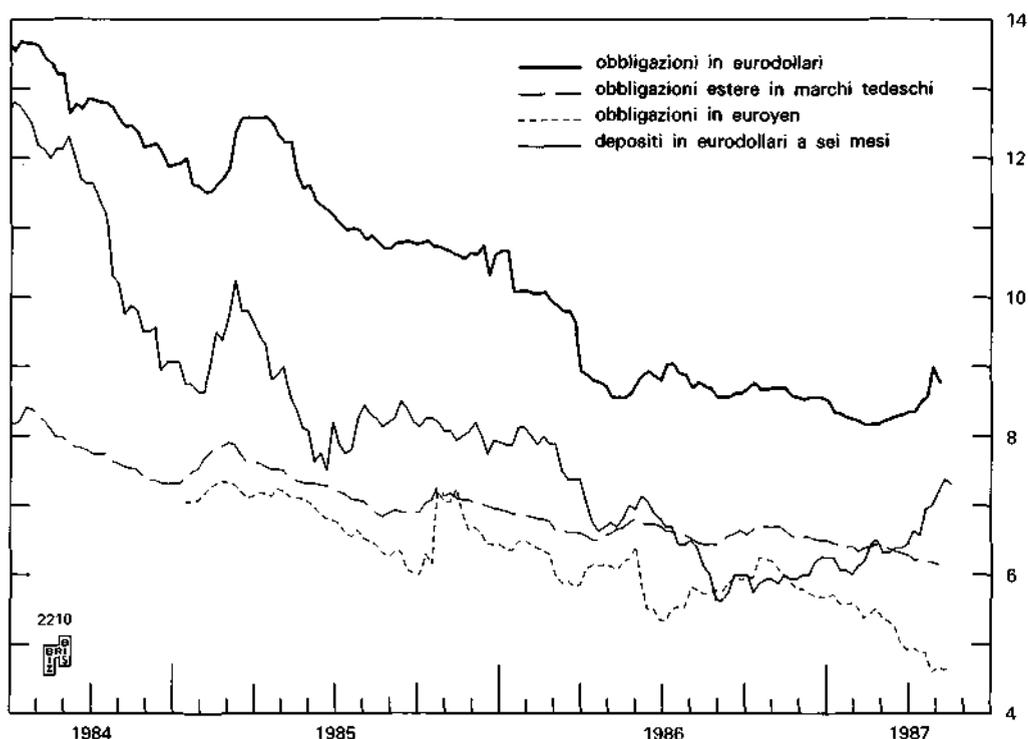
Il volume delle nuove facilitazioni concordate ha raggiunto il livello massimo — \$20,4 miliardi — nel secondo trimestre 1986. Da allora è subentrato un certo rallentamento, e nel primo trimestre 1987 esse sono ammontate a \$16 miliardi.

*Il comparto a lungo termine.* Dopo due anni consecutivi di crescita vigorosa, l'attività sul mercato obbligazionario internazionale ha raggiunto un nuovo livello record. Il totale delle emissioni è balzato a \$220 miliardi, con un incremento del 35% rispetto al 1985. Questa espansione nella nuova attività di emissione si è tuttavia accompagnata ad un forte aumento degli ammortamenti e dei riscatti anticipati, che hanno comportato rimborsi di capitale per un ammontare di circa \$64 miliardi, superiore di due terzi al livello del 1985. Di conseguenza, il volume netto di emissioni obbligazionarie si è ampliato "soltanto" del 25%, per un ammontare di \$156 miliardi.

Lo scorso anno vari fattori hanno determinato il volume, la collocazione temporale, le condizioni di tasso e la denominazione valutaria delle nuove emissioni. Anzitutto il calo dei tassi di interesse, nonché le aspettative sulla loro evoluzione futura hanno avuto un influsso predominante sulle quote relative delle obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile. Nel primo semestre 1986, quando i tassi di interesse sul dollaro sono calati sensibilmente, scendendo dal 10 all'8% o anche meno,

Rendimenti di talune categorie di obbligazioni internazionali e tassi di interesse sui depositi in eurodollari; 1984-87

Dati di metà settimana, in percentuale



L'attività è stata particolarmente sostenuta nel settore a tasso fisso, in quanto i mutuatari hanno cercato di obbligarsi a lungo termine alle più vantaggiose condizioni di interesse, e la quota dei titoli a tasso fisso è salita all'84% rispetto al 66% del 1985. Inoltre, la favorevole tendenza dei tassi di interesse e delle altre condizioni di credito ha incentivato l'attivazione delle clausole di rimborso anticipato ed ha suscitato un ampio volume di operazioni di rifinanziamento. Quando, verso la fine dell'estate, le prospettive circa i tassi di interesse si sono fatte più incerte, e il calo è stato temporaneamente annullato, hanno riguadagnato terreno le obbligazioni a tasso variabile (FRN), fino a raggiungere una quota del 35% sul totale delle nuove emissioni nel terzo trimestre. L'attività sul mercato delle FRN è stata anche alimentata dalle emissioni da parte delle banche di FRN "perpetue", che in alcuni paesi sono assimilate al capitale proprio ai fini della vigilanza. Tuttavia, verso la fine dell'anno, le difficoltà insorte in questo specifico settore si sono propagate all'intero mercato delle FRN, portando praticamente all'arresto dell'attività di emissione (si vedano le pagine 106 e 107).

In secondo luogo, nel 1986 un consistente volume di emissioni obbligazionarie internazionali è stato abbinato a *swaps* di tassi di interesse e di valute, che consentono ai mutuatari di raccogliere fondi sui mercati in cui essi godono di vantaggi comparati. Benché non siano disponibili statistiche sul volume delle operazioni di *swap* con connotazione internazionale, una stima basata

esclusivamente sull'attività delle banche USA e delle banche estere operanti negli Stati Uniti indica che a fine 1986 il valore dei contratti in essere ammontava a \$ 480 miliardi, con un aumento del 120% sull'anno precedente. Si stima inoltre che il 20% circa delle nuove emissioni obbligazionarie internazionali nel 1986 sia stato oggetto di *swaps* di valuta o di tasso di interesse, mentre l'attività di emissione in alcuni settori minori di denominazione pare sia avvenuta quasi esclusivamente in connessione con *swaps*. Per esempio, almeno il 70% delle nuove emissioni in dollari australiani e neozelandesi è stato "scambiato" dai mutuatari contro posizioni denominate in altre valute. Anche l'aumento dell'attività nei settori di diverse monete europee, quali il franco francese, il fiorino olandese e la corona danese, pare sia stato collegato in larga parte ad operazioni di *swap*. Inoltre, quasi il 50% delle nuove emissioni di obbligazioni in yen è stato oggetto di *swaps*, al fine di eludere le restrizioni vigenti sul mercato interno giapponese, e in particolare quelle poste all'indebitamento a più lungo termine. Oltre all'aumento delle operazioni di *swap* a fronte di passività, un'altra caratteristica dello scorso anno è stato il crescente impiego di tale tecnica anche dal lato delle attività, al fine di ricomporre il portafoglio con la creazione di strumenti "sintetici" a tasso fisso o variabile.

Un terzo fattore che ha influito sull'attività di emissione lo scorso anno è stata la generale esuberanza dei mercati azionari e le aspettative dei mutuatari e degli investitori sull'andamento futuro dei corsi azionari. Ciò ha contribuito sia alla forte crescita delle emissioni obbligazionarie collegate ad azioni sia allo sviluppo del nuovo mercato delle euroazioni. Le emissioni di titoli convertibili e di obbligazioni con *warrant* si sono più che raddoppiate, passando da \$ 11,6 miliardi nel 1985 a \$ 27,1 miliardi. Le società giapponesi hanno contribuito per oltre la metà all'ammontare totalizzato nel 1986, in quanto tali emissioni consentono loro di evitare i maggiori oneri e vincoli che comportano le prescrizioni interne sulle emissioni dirette di azioni. In effetti, l'esercizio delle opzioni collegate a questi titoli ha contribuito quasi per il 75% al totale dei nuovi apporti di capitale azionario effettuati in Giappone nel 1986.

Oltre al propagarsi delle obbligazioni collegate ad azioni, si sono avuti altri sviluppi di rilievo nei mercati azionari internazionali. Le euroazioni sono generalmente emesse al di fuori dei mercati nazionali mediante consorzi finanziari e il loro collocamento è analogo a quello delle euroobbligazioni. Sono titoli al portatore e non soggiacciono alle norme che regolano l'ammissione alla quotazione ufficiale. Nel 1986 i primi collocamenti sul mercato delle euroazioni hanno raggiunto un ammontare di \$ 7,5 miliardi, quasi quadruplo rispetto a quello del 1985. La maggior parte di queste emissioni è stata effettuata da società multinazionali con un elevato status creditizio internazionale, ma sono state altresì predisposte diverse emissioni collegate alla privatizzazione di imprese del settore pubblico.

Benché la quota denominata in dollari sul totale delle emissioni obbligazionarie internazionali sia scesa, in termini di dollari correnti, dal 60% del 1985 al 55% lo scorso anno, non è facile stabilire la portata effettiva di questo calo. Infatti, il forte deprezzamento del dollaro nei confronti delle altre principali monete ha gonfiato il valore delle emissioni denominate nelle valute diverse dal dollaro. Inoltre, le emissioni obbligazionarie collegate a *swaps* hanno reso più labile la demarcazione tra i vari settori di denominazione. Nondimeno, una caratteristica saliente è stata la rapida espansione delle emissioni in yen, le quali sono aumentate

dell'85%, raggiungendo un ammontare di \$22,6 miliardi. Questa cifra non è di molto inferiore a quella relativa alle emissioni in franchi svizzeri, che hanno parimenti segnato una forte crescita (ossia del 55% per un importo di \$23,3 miliardi). In ambedue i settori di denominazione gli emittenti giapponesi hanno svolto un ruolo di primaria importanza.

Lo scorso anno la predominanza sui mercati obbligazionari internazionali dei mutuatari dei paesi industriali è diventata ancor più netta. Infatti la loro quota di mercato è salita all'89% rispetto all'84% del 1985. I residenti USA hanno continuato a rappresentare il più importante gruppo di mutuatari (\$41 miliardi), ma la loro quota sul totale delle nuove emissioni è leggermente calata rispetto al 1985, di riflesso ad una certa titubanza da parte degli investitori esteri nei confronti di imprese USA la cui affidabilità di credito aveva risentito negativamente del precedente sovrindebitamento, in parte collegato alle acquisizioni di controllo.

Gli operatori giapponesi, il secondo maggiore gruppo di mutuatari, hanno accresciuto le loro emissioni di obbligazioni internazionali da \$20,3 a 31,7 miliardi. La raccolta di fondi da parte dei mutuatari del Regno Unito è aumentata di oltre un terzo, salendo a \$19,5 miliardi. Il governo britannico, al fine di potenziare le proprie riserve valutarie, ha raccolto \$4 miliardi con una singola emissione; le banche operanti nel Regno Unito hanno reperito \$2,5 miliardi di nuovi fondi propri attraverso l'emissione di FRN "perpetue" e un certo numero di società britanniche ha fatto ricorso ai mercati internazionali per le loro emissioni in sterline, contribuendo così alla vigorosa espansione del settore dell'eurosterlina nel 1986. Anche gli altri paesi industriali hanno notevolmente intensificato il ricorso al mercato delle obbligazioni internazionali, aumentato del 70% per un ammontare di \$105,1 miliardi, sebbene una parte rilevante di questo importo sia costituita da operazioni di rifinanziamento. I maggiori mutuatari sono stati i residenti di Canada (\$17,4 miliardi), Francia (\$13 miliardi), Germania (\$10,7 miliardi), Australia (\$10,1 miliardi) e Danimarca (\$9,2 miliardi). I PVS, compresi i paesi OPEC, hanno ridotto il loro già modesto ricorso ai mercati obbligazionari internazionali da \$6,2 miliardi nel 1985 a \$2,9 miliardi, ma sono stati beneficiari di \$8,2 miliardi raccolti nel 1986 dalle istituzioni internazionali per lo sviluppo.

Nei primi tre mesi del 1987 le emissioni obbligazionarie internazionali, che nel trimestre precedente avevano subito un certo calo, sono pressoché ritornate al livello massimo di \$60 miliardi raggiunto nel terzo trimestre 1986. Vi è stato tuttavia un pronunciato spostamento nella struttura del mercato. Le emissioni di FRN si sono praticamente arrestate a causa dei perduranti problemi nel settore delle *notes* "perpetue" che si sono propagati all'intero mercato delle FRN. Per contro, le obbligazioni a tasso fisso sono passate da poco meno di \$40 miliardi nei due precedenti trimestri al livello record di \$57 miliardi, nonostante le crescenti incertezze sui tassi di interesse associate ad un graduale aumento dei rendimenti delle obbligazioni USA a lungo termine. Riflettendo il clima sui mercati dei cambi, lo spostamento verso gli strumenti a tasso fisso si è accompagnato ad una netta contrazione della quota di mercato del settore del dollaro, scesa dal 58% nel quarto trimestre del 1986 al 32,5%, mentre le emissioni denominate in altre valute sono salite ad un livello senza precedenti. Le emissioni in yen hanno totalizzato l'ammontare record di \$9,1 miliardi, superando le emissioni in franchi svizzeri, e portando il settore dello yen al secondo posto per ordine di ampiezza. Tuttavia,

**I mercati obbligazionari internazionali per gruppi di mutuatari**

Mutuatari	Anni	Totale	di cui:					
			dollari USA	franchi svizzeri	yen	marchi tedeschi	ECU	altre valute
			in miliardi di dollari USA					
Stati Uniti . . . . .	1983	7,9	6,1	1,3	—	0,3	—	0,2
	1984	24,8	21,4	1,1	0,7	0,8	0,1	0,7
	1985	40,2	30,3	2,6	3,3	1,1	0,8	2,1
	1986	40,7	28,7	4,3	4,4	0,8	0,7	1,8
	1987 I	9,4	6,2	0,5	0,5	0,3	0,1	1,8
Giappone . . . . .	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	20,3	11,3	5,8	0,8	0,8	0,7	0,9
	1986	31,7	19,2	7,9	2,5	0,7	0,5	0,9
	1987 I	8,9	4,1	2,4	1,3	0,5	0,3	0,3
Altri paesi industriali . . . . .	1983	36,1	21,1	4,3	2,0	3,3	0,9	4,5
	1984	51,1	32,6	4,3	2,4	3,4	1,6	6,8
	1985	76,4	44,2	4,5	4,3	6,1	4,4	12,9
	1986	124,6	64,4	8,8	11,3	11,1	4,2	24,8
	1987 I	33,8	7,7	2,7	5,9	4,2	2,2	11,1
Paesi in via di sviluppo (compresi i paesi OPEC) . . . . .	1983	1,8	1,3	0,1	0,3	—	—	0,1
	1984	2,7	1,6	0,2	0,7	—	—	0,2
	1985	6,2	4,0	0,1	1,2	0,7	—	0,2
	1986	2,9	1,1	0,1	1,4	0,2	—	0,1
	1987 I	0,4	—	0,1	0,2	0,1	—	—
Altri paesi (compresa l'Europa orientale) . . . . .	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	2,3	1,7	0,1	0,1	0,3	—	0,1
	1987 I	0,9	0,3	0,2	0,2	0,1	—	0,1
Istituzioni internazionali . . . . .	1983	14,7	6,6	1,7	1,7	2,2	0,7	1,8
	1984	13,2	3,5	1,8	1,9	2,3	1,1	2,6
	1985	18,7	7,4	1,9	2,5	2,5	1,3	3,1
	1986	18,1	5,4	2,1	2,9	3,1	1,4	3,2
	1987 I	6,3	1,1	0,3	1,0	1,4	1,1	1,4
Totale . . . . .	1983	72,0	39,2	14,0	4,0	6,4	1,7	6,7
	1984	107,9	68,4	13,1	5,9	7,0	2,9	10,6
	1985	163,7	98,6	15,0	12,2	11,3	7,3	19,3
	1986	220,3	120,5	23,3	22,6	16,2	6,8	30,9
	1987 I	59,7	19,4	6,2	9,1	6,6	3,7	14,7

Fonte: Banca d'Inghilterra.

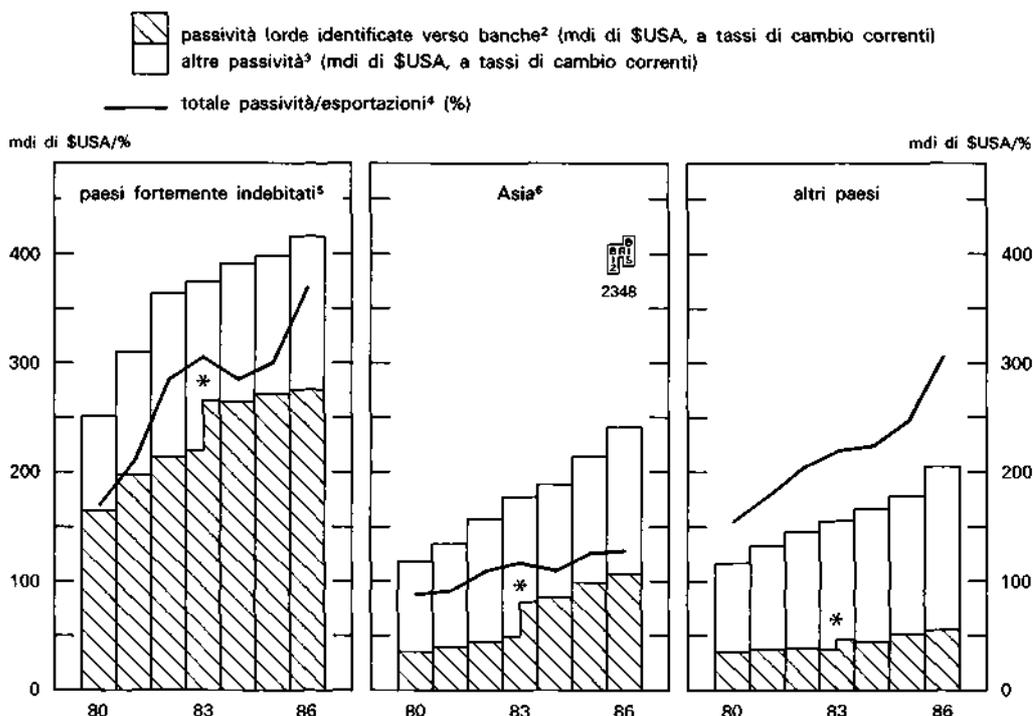
L'attività di emissione ha registrato l'espansione più forte in alcuni dei settori minori di denominazione, come quelli del marco (da \$ 2,8 miliardi nel quarto trimestre 1986 a \$ 6,6 miliardi), della sterlina (da \$ 0,5 a 5,3 miliardi) e delle "altre" monete (da \$ 4,6 a 9,4 miliardi), tra cui il dollaro australiano, il dollaro neozelandese e il franco francese (si veda la tabella di pagina 122). Un notevole recupero, da \$ 1,6 miliardi nel quarto trimestre 1986 a \$ 3,7 miliardi, è stato inoltre segnalato dal settore dell'ECU, dove il riallineamento dello SME nel gennaio 1987 ha contribuito ad eliminare alcune delle precedenti incertezze circa i tassi di cambio. Un'altra caratteristica del primo trimestre è stato l'ulteriore ampio volume delle emissioni di obbligazioni collegate ad azioni (\$ 7,8 miliardi) che ha rispecchiato la sostenutezza dei corsi azionari.

## La situazione debitoria

Gli eventi del 1986 inducono a ritenere che ci vorranno ancora molto tempo e ulteriori sforzi per pervenire ad una soluzione duratura dei problemi connessi al debito internazionale. Il disavanzo aggregato delle partite correnti dei quattordici maggiori paesi indebitati del Terzo Mondo (ossia i quindici paesi contemplati dal piano Baker meno la Jugoslavia), che nel 1984-85 era stato pressoché eliminato, è tornato ad aumentare. Il rapporto debito/esportazioni di questi paesi, che aveva ripreso a dilatarsi nel 1985, ha subito un ulteriore forte deterioramento, passando da circa il 300 al 370%. Persino il rapporto tra esborsi per interessi e proventi delle esportazioni è aumentato lo scorso anno, nonostante il calo dei tassi di interesse sul dollaro. Questo deludente andamento è essenzialmente il risultato di una diminuzione di \$20 miliardi negli introiti delle esportazioni, scesi al 75% circa del livello massimo raggiunto nel 1980-81. Il debito esterno, se si escludono gli effetti di valutazione connessi ai movimenti dei tassi di cambio, è invece rimasto pressoché invariato lo scorso anno.

Questa evoluzione nei paesi maggiori con un elevato indebitamento bancario è stata per lo più condivisa da numerosi paesi minori in posizione critica, indebitati prevalentemente nei confronti di istituzioni ufficiali estere. Per contro, lo scorso anno un limitato numero di paesi di recente industrializzazione, in particolare

Evoluzione dell'indebitamento internazionale dei vari gruppi di PVS; 1980-86<sup>1</sup>



\* Interruzione della serie dovuta ad un ampliamento del campo di rilevazione delle statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale.

<sup>1</sup> Esclusi i paesi OPEC del Medio Oriente e i centri *offshore*. <sup>2</sup> Verso le banche situate nei paesi dichiaranti alla BRI. <sup>3</sup> Stime basate sui dati del FMI. <sup>4</sup> Esportazioni di beni e servizi. <sup>5</sup> Paesi contemplati dall'iniziativa Baker, eccetto la Jugoslavia. <sup>6</sup> Escluse le Filippine.

nell'area del Pacifico, con una quota relativamente bassa di esborsi per il servizio del debito e con politiche decisamente orientate allo sviluppo ed al mercato, è riuscito ad accrescere sensibilmente le proprie esportazioni.

Il deterioramento nel 1986 della situazione dei paesi fortemente indebitati va imputato ad una serie di fattori esterni ed interni. Sul fronte esterno, la causa principale è stata la generale debolezza dei prezzi delle materie prime, che ha prodotto un peggioramento del 17% delle ragioni di scambio di questi paesi (si veda il grafico di pagina 129). In particolare, la caduta del prezzo del petrolio ha inciso pesantemente su alcuni paesi di questo gruppo, e specialmente sul Messico, sebbene altri, tra cui il Brasile, abbiano beneficiato di una minore spesa per le importazioni di petrolio. Tuttavia, nel loro insieme i paesi interessati dall'iniziativa Baker sono forti esportatori netti di petrolio, e nel 1986 l'eccedenza globale della loro bilancia petrolifera si è ridotta di \$18 miliardi, con un deterioramento superiore a quello registrato a livello aggregato dai pagamenti correnti.

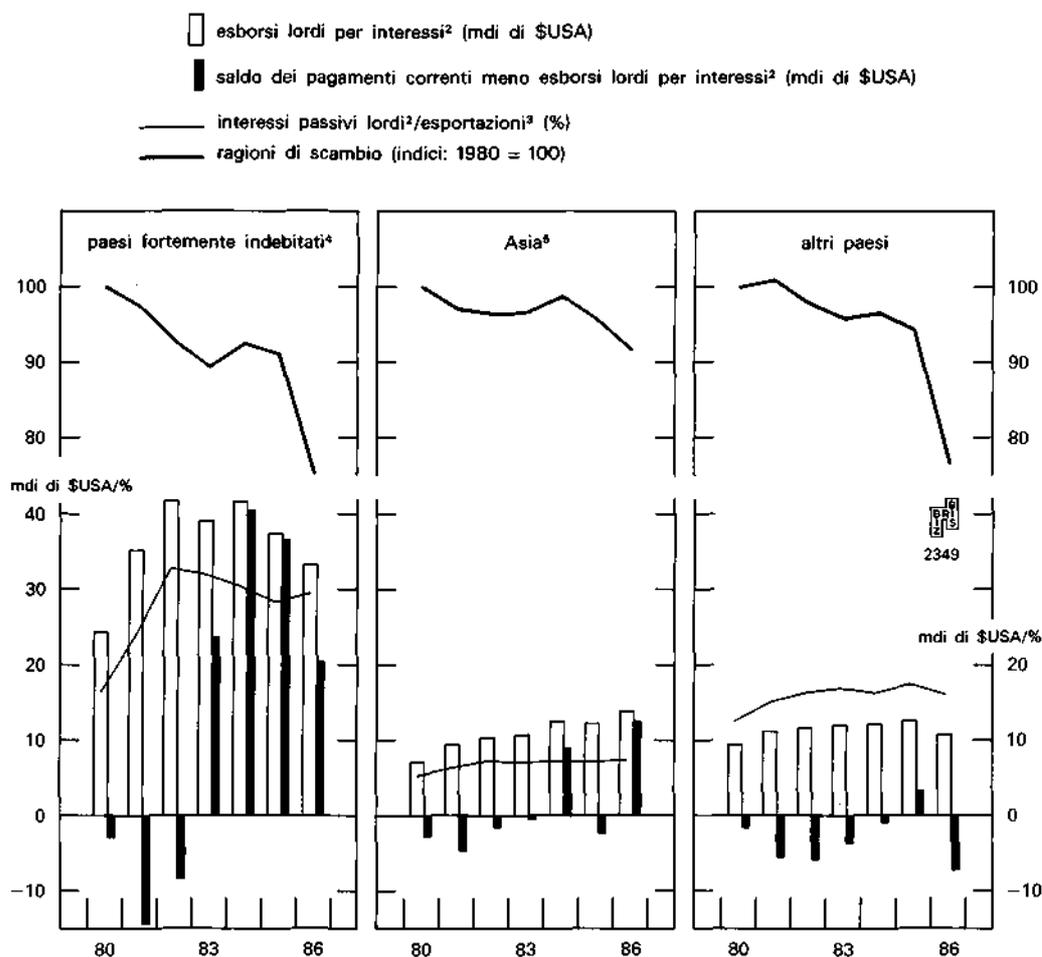
Sul fronte interno, la principale ragione della peggiorata posizione di bilancia dei pagamenti di alcuni paesi fortemente indebitati va ricercata in un'errata impostazione delle politiche economiche. L'aumento eccessivo dei redditi reali da esse indotto ha comportato una sovrespansione dei consumi interni, con una conseguente recrudescenza dell'inflazione ed un calo delle esportazioni. Nel 1986 il volume aggregato delle esportazioni dei quattordici paesi fortemente indebitati è diminuito del 5%.

L'aumento del tenore di vita, dopo il peggioramento degli anni 1981-84, va certamente visto con favore; nondimeno, affinché questi paesi possano risolvere i loro problemi debitori, è necessario che la crescita economica sia sostenuta da maggiori investimenti ed esportazioni. Anche se diversi paesi indebitati hanno intrapreso una drastica azione di aggiustamento strutturale, finora vi sono ben poche indicazioni che la quota di reddito destinata agli investimenti abbia ripreso ad aumentare rispetto al basso livello cui era scesa a seguito della crisi debitoria. I gravosi oneri per il servizio del debito e la debole domanda di esportazioni sono in parte responsabili di questo andamento; ciononostante sembra esservi un considerevole margine per un ulteriore miglioramento delle politiche.

Malgrado il recente peggioramento della situazione dei conti con l'estero di un certo numero di PVS, non vanno dimenticati alcuni importanti progressi compiuti nel fronteggiare il problema debitorio.

Le procedure standardizzate per la ristrutturazione del debito e l'ulteriore finanziamento da parte di fonti sia ufficiali sia private, nel quadro di programmi di aggiustamento soggetti a sorveglianza sistematica, hanno comportato sostanziali concessioni da parte dei creditori. Nelle ristrutturazioni più recenti il margine sul LIBOR è stato ridotto sensibilmente. L'approccio "caso per caso" tiene conto delle peculiari esigenze e condizioni dei singoli paesi e mira a promuovere lo sviluppo nel più lungo periodo. La Banca Mondiale ha notevolmente accresciuto l'erogazione di crediti a sostegno dell'aggiustamento strutturale, portandoli da \$1,7 miliardi nel 1983 a \$3 miliardi nel 1986. Inoltre, sono stati compiuti notevoli progressi verso l'entrata in funzione della "Multilateral Investment Guarantee Agency", che dovrà promuovere gli investimenti diretti nei PVS, assicurando sia la copertura dei rischi non commerciali sia l'assistenza tecnica.

Fattori determinanti il fabbisogno di finanziamento di alcuni gruppi di PVS; 1980-86<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Esclusi i paesi OPEC del Medio Oriente e i centri offshore. <sup>2</sup> Stime basate sui dati del FMI. <sup>3</sup> Esportazioni di beni e servizi. <sup>4</sup> Paesi contemplati dall'iniziativa Baker, eccetto la Jugoslavia. <sup>5</sup> Escluse le Filippine.

In secondo luogo, il calo dei tassi di interesse sulle passività in dollari, moneta in cui è denominata la maggior parte dei debiti, è stato assai cospicuo, con una flessione del LIBOR a sei mesi (tasso di riferimento basilare per i prestiti consorziali in eurodollari) da una media annua del 16,7% nel 1981 a 8,6% nel 1985 e 6,9% nel 1986. Nel 1986 l'ulteriore ribasso dei tassi di interesse ha ridotto di oltre \$ 4 miliardi gli esborsi per il servizio del debito.

In terzo luogo, il forte deprezzamento del dollaro negli ultimi due anni non solo ha contribuito a ridurre il valore reale del debito denominato in quella moneta, ma ha anche accresciuto la competitività di quei PVS che hanno ancorato le loro valute al dollaro nei confronti delle economie industriali al di fuori di quella statunitense. Inoltre, grazie a condizioni creditizie più restrittive e a più realistiche politiche di tasso di interesse e di cambio, la fuga di capitali si è rallentata nel corso del 1986, dimostrando come anche nei paesi debitori con problemi finanziari l'adozione di politiche opportune possa influire favorevolmente sui movimenti di capitali.

Infine, nonostante un contesto internazionale caratterizzato da una concorrenza sempre più serrata e da difficoltà crescenti, le banche creditrici sono state in grado di migliorare la propria capacità di assorbire perdite, soprattutto accrescendo gli accantonamenti e rafforzando la loro base di capitale. Si può stimare che tra il 1982 e il 1985 gli aumenti di capitale e gli accantonamenti a riserva da parte delle maggiori banche internazionali dei paesi del Gruppo dei Dieci abbiano comportato una riduzione di oltre un quarto e, in taluni casi, addirittura del 50% dell'esposizione media in rapporto al patrimonio netto. Nel 1986 le banche hanno continuato a rafforzare la loro struttura di bilancio, e nel maggio 1987 la maggiore banca USA ha annunciato un incremento di \$3 miliardi del fondo rischi su crediti, a copertura del 25% circa della propria esposizione verso i PVS fortemente indebitati.

Anche il 1986 è stato caratterizzato da andamenti e reazioni fortemente difforni a livello dei singoli paesi. Gli sviluppi relativi al Brasile e al Messico, i due PVS maggiormente indebitati, mostrano come possano essere diversi gli effetti di *shocks* esogeni e come siano rapidamente reversibili le strategie di politica economica. Negli anni immediatamente successivi alla crisi debitoria il Brasile aveva avviato un programma di aggiustamento alquanto rigoroso che aveva permesso di conseguire sostanziali e crescenti eccedenze commerciali, di evitare un calo eccessivo della quota di investimenti nell'economia e di ridurre un'inflazione cronicamente alta. Tuttavia, nel 1985 era stata adottata una strategia più espansiva che aveva prodotto una forte accelerazione non solo della crescita economica ma anche dell'inflazione. Questi sviluppi portarono all'adozione, nel marzo 1986, del "Piano Cruzado" che, con l'ausilio di un blocco temporaneo nei prezzi, mirava a conciliare la stabilità del potere d'acquisto con una elevata crescita economica. Benché coadiuvata da minori esborsi per importazioni petrolifere e da sostenuti prezzi del caffè, questa politica non ha avuto successo, soprattutto perché essa si è accompagnata ad un eccessivo aumento dei redditi reali. La conseguente impennata della domanda per consumi, comprimendo le esportazioni, ha comportato una contrazione del saldo attivo dell'interscambio, gravi perdite di riserve e, sul fronte interno, una ripresa dell'inflazione. Nel febbraio 1987 il Brasile ha deciso unilateralmente di sospendere i pagamenti degli interessi su \$68 miliardi di debiti a medio e lungo termine verso banche estere. In aggiunta, esso ha congelato \$15 miliardi di crediti commerciali e interbancari a breve in essere non soltanto presso banche situate in Brasile, ma anche presso dipendenze estere di banche brasiliane. Verso la fine di aprile il governo brasiliano ha tuttavia annunciato un importante cambiamento di indirizzo della politica economica: è stato dimezzato l'obiettivo di sviluppo del 7% fissato per il 1987 ed è stato assunto l'impegno ad avviare un nuovo programma di austerità teso a condurre sotto controllo l'inflazione, a promuovere le esportazioni e a migliorare la cooperazione con i creditori esteri. Inoltre, dopo un'interruzione di quasi due anni il paese sembra disponibile ad una ripresa del dialogo con il FMI.

In Messico, dove la caduta del prezzo del petrolio si è sommata agli effetti del terremoto e di precedenti deviazioni dagli obiettivi di politica economica, lo scorso anno sono stati posti in essere un credibile programma di aggiustamento e un nuovo schema di finanziamento patrocinato dal FMI e dalla Banca Mondiale. Sebbene il paese abbia conformemente inasprito l'indirizzo di politica economica adottato nella seconda metà del 1985, al fine di raffrenare la domanda interna, i conti con l'estero

sono ulteriormente peggiorati. Data la flessione dei proventi petroliferi da \$14,8 a 6,3 miliardi, la contrazione del 4% del PIL del Messico non ha potuto impedire una riduzione dell'eccedenza commerciale da \$8,5 miliardi nel 1985 a \$4,6 miliardi, nonostante drastici tagli alle importazioni e un forte aumento delle esportazioni non petrolifere. Tuttavia, con l'adozione di stringenti misure creditizie è stato infine possibile indurre un rimpatrio di capitali esportati. Dopo aver subito un calo di \$1,6 miliardi nei primi nove mesi del 1986 le riserve ufficiali del Messico sono aumentate di \$2,4 miliardi nell'ultimo trimestre dell'anno.

Dopo prolungate trattative con le banche creditrici, nel marzo 1987 è stato infine sottoscritto un accordo che prevede l'erogazione di nuovi fondi per \$7,7 miliardi. Esso ha costituito l'ultima parte di un pacchetto comprendente un'ulteriore ristrutturazione di oltre la metà del debito esterno del Messico e la concessione di nuovi finanziamenti per un totale di quasi \$14 miliardi da parte di prestatori ufficiali e privati. Considerato il margine a 13/16 di punto al disopra del LIBOR, le condizioni dei crediti delle banche commerciali sono state alquanto favorevoli. Lo schema di prestito contiene anche una clausola innovativa, cioè l'impegno dei creditori a fornire nuovi fondi qualora si producano cambiamenti sfavorevoli nei fattori che influiscono sulla posizione esterna del Messico. L'accordo rappresenta il primo risultato tangibile della nuova strategia proposta dal Segretario al Tesoro USA all'assemblea delle Istituzioni del FMI nel settembre 1985 per risolvere il problema debitorio stimolando la crescita economica, ripartendo i rimborsi su un lungo arco di tempo e immettendo nuove risorse finanziarie su una base concertata sotto una più stretta vigilanza della Banca Mondiale.

L'Argentina ha concluso, agli inizi del 1987, un accordo con il comitato consultivo delle banche creditrici che comporta l'erogazione di nuovi fondi per \$2 miliardi e la ristrutturazione di circa \$30 miliardi di debiti dei settori privato e pubblico. Esso prevede inoltre il rilascio di *exit bonds* in contropartita di crediti fino ad un importo massimo di \$5 milioni per ciascuna banca. Il nuovo prestito è stato negoziato con un margine di 13/16 di punto sul LIBOR e con scadenza a dodici anni. Analogamente al Messico, l'Argentina ha riconosciuto l'opportunità di accettare una supervisione continuativa da parte del FMI e della Banca Mondiale. Il "Piano Austral", varato verso la metà del 1985, aveva ottenuto inizialmente un certo successo nel ridurre l'inflazione. Lo scorso anno, con l'allentamento della stretta economica e la ripresa degli incrementi salariali reali, l'economia ha segnato una crescita del 5,6%, ma si è ridotta della metà l'eccedenza commerciale e l'inflazione ha ripreso slancio. In tale contesto, nel febbraio 1987 è stato annunciato un nuovo programma che prevede la reintroduzione del blocco dei prezzi e dei salari, una svalutazione della moneta e l'adeguamento di taluni prezzi nel settore pubblico. Tuttavia molte restano le iniziative da intraprendere per alleviare i problemi strutturali dell'economia, come la riduzione delle dimensioni del settore pubblico, il miglioramento del sistema tributario, il rilancio degli investimenti ed un riorientamento dell'apparato produttivo a favore delle esportazioni.

Le Filippine, ossia l'unico paese dell'Asia con difficoltà debitorie, hanno anch'esse concluso un accordo di ristrutturazione con le banche nei primi mesi del 1987. Sebbene tale accordo non contempli l'erogazione di nuovi fondi, esso allevia comunque l'onere del debito in essere, in quanto riduce a 7/8 di punto il margine sul LIBOR, prevede un periodo di dilazione di sette anni e mezzo su parte del

debito e ripartisce i rimborsi su un arco di tempo di diciassette anni. Inoltre è prevista l'emissione di titoli negoziabili denominati in valuta estera convertibili in pesos per l'acquisizione di capitale azionario. La situazione economica del paese si è stabilizzata e, dopo due anni di recessione, nel 1986 la crescita economica ha segnato una certa ripresa. Anche la bilancia dei pagamenti correnti è migliorata, ed il paese ha potuto incrementare sensibilmente le proprie riserve. In contrasto con quanto avvenuto nell'America Latina, dove l'inflazione si è accelerata, nelle Filippine non vi è stata praticamente nessuna battuta d'arresto nell'azione diretta a promuovere la stabilità dei prezzi.

Nella maggior parte dei casi gli accordi sui nuovi schemi di finanziamento e di ristrutturazione comportanti un allungamento delle scadenze ed una riduzione degli *spreads* sono stati raggiunti soltanto dopo lunghe — e talvolta difficili — negoziazioni e la ratifica finale da parte di tutti i partecipanti ha spesso subito ulteriori ritardi. Inoltre, lo scorso anno non vi è stata di fatto alcuna nuova erogazione di credito "spontaneo" ai paesi fortemente indebitati e, anzi, per la prima volta le banche hanno ridotto le attività complessive nei loro confronti. Negli anni precedenti la concessione di nuovi crediti nel quadro degli accordi di ristrutturazione sotto l'egida ufficiale aveva consentito a tali paesi di assicurarsi un moderato afflusso di nuovi fondi dal sistema bancario internazionale.

In gran parte il calo registrato nel 1986 dalle attività bancarie verso i paesi in questione può tuttavia essere attribuito alla conversione di posizioni debitorie esterne di questi ultimi in partecipazioni azionarie o in passività sull'interno. Si può stimare che, per quanto riguarda i maggiori paesi indebitati, a tutt'oggi le conversioni siano complessivamente ammontate a circa \$4 miliardi, di cui quasi \$2 miliardi nel 1986. Tutto ciò non implica necessariamente un miglioramento nella posizione sull'estero dei paesi debitori, poiché parte di questi afflussi di investimenti diretti avrebbero avuto luogo anche in assenza di tali conversioni e forse anche a condizioni più favorevoli per il paese debitore. Brasile, Cile e Messico sono i principali paesi debitori ad aver convertito un consistente volume del debito, ma anche Argentina, Ecuador, Nigeria, Filippine e Venezuela hanno avviato di recente, o si accingono ad avviare, procedure per la conversione del debito.

Gli *swaps* di attività e le cessioni vere e proprie di crediti verso i PVS nei paesi industriali, che si stima siano ammontate a \$5-8 miliardi nel 1986, riducono parimenti le esposizioni delle banche allorché la controparte è un soggetto non bancario. Ma anche nei casi in cui i crediti verso i PVS sono acquisiti da un'altra banca può essere ridotta la concentrazione delle esposizioni. Un ulteriore modo in cui è stata ottenuta una diminuzione dell'esposizione delle banche è costituito dal trasferimento di attività ad enti di assicurazione dei crediti all'esportazione o ad altre istituzioni del settore pubblico.

Una ragione che spiega le crescenti difficoltà nell'ottenere la partecipazione delle banche a nuovi schemi di finanziamento, anche laddove questi sono inquadrati in significativi programmi di aggiustamento, è la disparità di situazioni e di strategie tra i singoli gruppi bancari. La maggior parte delle banche con un'ampia esposizione creditizia in rapporto ai mezzi propri e con affiliate o altri interessi economici nei paesi debitori tende ad avere un approccio di lungo periodo ed è più propensa di altre banche ad erogare nuovi fondi. Per le banche che presentano un'esposizione di medie dimensioni e che hanno già costituito ingenti accantonamenti a fronte dei

loro crediti verso i paesi debitori in situazione critica, è piú facile giustificare dinanzi agli azionisti una capitalizzazione degli interessi piuttosto che l'erogazione di nuovi crediti che potrebbero dover essere svalutati al momento stesso della loro concessione. Infine, le banche minori con esposizioni relativamente modeste e con scarso interesse ad un'espansione delle operazioni internazionali potrebbero essere tentate di disimpegnarsi totalmente dai finanziamenti ai PVS, anche se ciò dovesse comportare perdite immediate.

Questa diversità di interessi implica che un approccio pragmatico, che tenga conto della differente posizione delle singole banche, ha le maggiori probabilità di successo. Il recente impiego di *exit bonds* e di schemi di conversione del debito indica che questa è la via che si comincia a seguire. Anche se gli importi di queste operazioni sono modesti rispetto all'ammontare complessivo del debito in essere, nondimeno le nuove tecniche possono svolgere un utile ruolo nell'accelerare le rinegoziazioni del debito, offrendo una gamma di opzioni a banche creditrici in posizioni assai diverse tra loro.

Alla luce degli eventi del 1986, non sorprende che la strategia debitoria abbia dato segni di logorio per quanto riguarda sia i paesi debitori sia le banche creditrici. Nondimeno, le idee di base contenute nell'iniziativa Baker permangono valide. I paesi debitori potranno risolvere i loro attuali problemi, e ristabilire la loro affidabilità di credito internazionale, così da rendere nuovamente possibile il trasferimento di risorse reali dal mondo industrializzato, soltanto se adotteranno politiche capaci di condurre le loro economie verso una crescita diversificata ed orientata all'esportazione. Per realizzare questo obiettivo molto resta ancora da fare sul piano dell'aggiustamento strutturale e di un piú efficiente utilizzo delle risorse. Nella maggior parte dei casi queste misure, anche se adottate per esigenze esterne, non sarebbero realmente in conflitto con gli interessi nazionali, bensì migliorerebbero le prospettive di crescita e di benessere in questi paesi. L'esperienza recente di diversi paesi asiatici e l'aumento stesso delle esportazioni di manufatti da parte di alcuni paesi latino-americani dimostrano che il conseguimento di una crescita trainata dalle esportazioni non è un obiettivo impossibile, anche se la sua attuazione richiederà indubbiamente tempo.

Per consentire ai paesi debitori di sostenere gli ampi disavanzi di parte corrente che siffatte politiche di aggiustamento strutturale implicano — considerando anche le importazioni necessarie a promuovere gli investimenti interni — è necessario il finanziamento esterno da fonti ufficiali e private. Questo finanziamento dovrebbe affluire in parte — come contemplato dal piano Baker — sotto forma di prestiti a lungo termine direttamente collegati a progetti di investimento. Oltre a ciò è tuttavia necessario che questi paesi incoraggino maggiormente l'afflusso di capitale di rischio per limitare l'ulteriore aumento del loro debito esterno. Si può aggiungere che l'adozione di politiche piú realistiche orientate al mercato ed alla crescita economica renderebbe piú facile per i paesi debitori indurre il rientro dei capitali espatriati.

Al tempo stesso, affinché l'iniziativa Baker possa avere successo, è indispensabile il contributo dei paesi industriali, non solo nel fornire nuovo finanziamento e nel mantenere condizioni congiunturali propizie, ma anche nel promuovere l'aggiustamento strutturale delle loro stesse economie. Una politica di sviluppo orientata alle esportazioni da parte dei paesi debitori può avere senso e

probabilità di successo solo se i paesi industriali sono disposti a dare maggior spazio alle importazioni di prodotti manufatti e agricoli di quei paesi. Data l'alta disoccupazione e i forti interessi costituiti nel settore agricolo, ciò non sarà certamente facile, specie durante una fase di debole crescita economica e in economie caratterizzate da uno scarso dinamismo in generale. Nondimeno, nessuna soluzione del problema debitorio internazionale che si basi sulle forze di mercato sarà possibile se l'aggiustamento strutturale delle economie dei paesi debitori verso una crescita trainata dalle esportazioni non sarà accompagnato da un corrispondente aggiustamento delle strutture economiche nei paesi industriali.

## VI. LA POLITICA MONETARIA ED I VINCOLI ESTERNI

### Aspetti salienti

Lo scorso anno la politica monetaria nei paesi industriali si è fatta più complessa per vari aspetti. In un contesto economico e finanziario in rapida evoluzione la scelta delle priorità è diventata più difficile ed i vincoli esterni si sono fatti più stringenti. Il ritmo di espansione monetaria si è accelerato, in parte per effetto dei minori tassi di interesse. Alcuni degli aggregati-chiave sono divenuti di sempre più difficile interpretazione. In diversi paesi essi hanno superato i valori di obiettivo che le autorità avevano fissato nel quadro delle strategie antinflazionistiche a medio termine in atto da alcuni anni.

Già da diversi anni in molti paesi la crescita della quantità di moneta sopravanza quella del PNL nominale; lo scorso anno, tuttavia, la caduta della velocità di circolazione degli aggregati in rapporto al reddito è stata più netta e ha interessato un numero maggiore di paesi. Uno dei fattori che hanno influito sul rapporto è costituito dall'innovazione finanziaria, ma, in termini ancora più generali, il calo dei tassi di interesse ha ridotto l'incentivo a minimizzare la detenzione di saldi monetari a basso rendimento. Si potrebbe sostenere che, nella misura in cui i minori tassi di interesse sono stati un portato del regresso dell'inflazione, l'accresciuta domanda di saldi monetari ha potuto essere soddisfatta in modo appropriato dalla politica monetaria. In alcuni paesi hanno avuto un ruolo primario gli afflussi di fondi esteri. Non in tutti casi l'aumento della massa monetaria può tuttavia essere spiegato in maniera soddisfacente. Le incertezze circa la sua interpretazione sono aumentate, ma in mancanza di segni evidenti di forti spinte inflazionistiche tendenziali nei mercati dei beni e del lavoro, le autorità monetarie dei paesi maggiori hanno reagito orientando maggiormente la manovra dei tassi di interesse a breve al sostegno della crescita economica e ad una limitazione dei movimenti dei tassi di cambio.

Nel breve periodo, il deprezzamento su vasta scala del dollaro ha agito nel senso di spostare il baricentro dei rischi inflazionistici verso gli Stati Uniti, dove la dinamica dei prezzi e dei salari è rimasta moderata. Nondimeno, in molti paesi gli incrementi di valore delle attività sono talvolta apparsi come chiari segnali indicatori di un eccesso di liquidità. Sebbene l'inflazione sia ulteriormente calata, dalla primavera dello scorso anno nella maggior parte delle economie maggiori i tassi di interesse a lungo termine hanno mostrato una notevole fermezza, e durante i mesi più recenti essi sono saliti considerevolmente negli Stati Uniti.

L'esperienza ha ormai dimostrato in modo convincente che anche le economie più grandi devono tenere conto del valore esterno della propria moneta nella formulazione della politica monetaria. Una maggiore stabilità dei rapporti di cambio fondamentali potrebbe richiedere il coordinamento internazionale delle politiche monetarie, anche se soltanto su una base informale. Tuttavia, le pressioni sui tassi di cambio delle monete-chiave sono sovente il riflesso di squilibri nei bilanci pubblici e nei pagamenti correnti, di variazioni nei prezzi relativi dell'energia e delle materie prime o di altre perturbazioni. Il tentativo di contrastare tali pressioni unicamente con aggiustamenti dei tassi di interesse potrebbe compromettere la

stabilità monetaria e dei prezzi nei paesi maggiori. La stabilità del potere d'acquisto continua ad essere il presupposto per un soddisfacente andamento dell'economia mondiale nel più lungo periodo.

In molti paesi europei è da tempo accettato un condizionamento della politica monetaria da parte dei vincoli esterni e, di fatto, questi sono stati impiegati come strumento di controllo dell'inflazione stabilizzando i rapporti di valore fra la propria moneta e le valute di paesi con bassi livelli di inflazione. Nondimeno, negli ultimi tempi i vincoli esterni paiono essersi inaspriti ed essi potrebbero divenire ancora più stringenti con l'attuazione dei programmi di liberalizzazione delle transazioni internazionali. A seguito dell'accresciuta convergenza, negli ultimi anni lo SME ha costituito un'area di notevole stabilità valutaria di fronte alle forti oscillazioni del tasso di cambio del dollaro. Tuttavia i più frequenti riallineamenti avutisi nel 1986 ed il crescente volume dei connessi movimenti di capitali possono essere indicativi di difficoltà potenziali nel funzionamento del sistema. Gli alti livelli dei tassi di interesse a lungo termine in alcuni paesi appartenenti allo SME, nonché in altri paesi con impegni di cambio meno formali, paiono rispecchiare i timori del mercato che in futuro possano essere perseguite in modo meno rigoroso politiche di "moneta forte". Continuando a sviluppare il proprio strumentario di politica monetaria, le banche centrali di alcuni paesi europei hanno cercato di adattare gli obblighi di riserva al fine di isolare i tassi di interesse sui crediti o sui depositi bancari dalle reazioni dei mercati monetari agli influssi esterni.

Negli anni recenti la politica monetaria ha sopportato l'onere maggiore nel ricondurre sotto controllo l'inflazione, anche se il regresso di quest'ultima nel 1986 è stato sensibilmente favorito dal calo di prezzo del petrolio. Ora però la politica monetaria è chiamata a svolgere un ruolo attivo sia nel sostenere l'attività economica, sia nel contribuire a stabilizzare i rapporti di cambio fondamentali. Questi obiettivi non richiederanno sempre un'uguale risposta da parte delle autorità monetarie e potrebbero talvolta essere incompatibili. Inoltre, nei paesi in cui gli eccessivi disavanzi di bilancio hanno limitato severamente il margine disponibile per una politica fiscale discrezionale, permane la necessità di un'azione tesa a riequilibrare la finanza pubblica. In altri paesi il rallentamento della crescita economica ha indotto a formulare programmi di stimolo fiscale, ma occorrerà tempo prima che gli aggiustamenti possano produrre gli effetti desiderati. Poiché la politica fiscale è intrinsecamente rigida nel breve periodo, vi è un forte rischio che la politica monetaria venga oberata di compiti nel tentativo di moderare le fluttuazioni di breve periodo dei tassi di cambio e dell'attività economica, e di mantenere al tempo stesso sotto controllo l'inflazione.

#### **La politica monetaria basata su obiettivi in termini di quantità di moneta**

*Obiettivi monetari intermedi e risultati effettivi nel 1986.* Nelle condizioni di instabilità interna ed internazionale che hanno caratterizzato lo scorso anno, le strategie di politica monetaria a medio termine in atto da alcuni anni nei paesi industriali sono state sottoposte a sollecitazioni di intensità crescente. Nonostante la relazione consolidata di medio-lungo periodo fra i tassi di crescita monetaria ed i tassi di inflazione, in pratica non è mai stato facile realizzare la strategia basata sulla fissazione di obiettivi intermedi di espansione della moneta. Le difficoltà

nell'interpretare l'evoluzione di taluni aggregati e l'esigenza di considerare altri indicatori nella conduzione di breve periodo della politica monetaria erano già state sperimentate in passato nella maggior parte dei paesi. Nondimeno, in definitiva le strategie di controllo degli aggregati monetari si sono dimostrate efficaci nel contribuire a moderare le aspettative inflazionistiche ed a ripristinare la stabilità generale dei prezzi. A partire dai primi anni ottanta nella maggior parte dei paesi ci si è sforzati di abbassare gradualmente i valori di obiettivo pubblicati per la crescita della quantità di moneta; tuttavia, gli obiettivi fissati per lo scorso anno, e soprattutto il peso loro attribuito nell'attuazione della politica monetaria, palesano la tendenza verso una maggiore flessibilità. I tassi di espansione monetaria hanno subito un'accelerazione abbastanza generalizzata, e in alcuni paesi si sono accentuate le distorsioni nell'andamento degli aggregati posti come obiettivo.

**Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di espansione**

Paesi	Aggregato monetario o creditizio <sup>1</sup>	Obiettivo <sup>2</sup> per il			Espansione monetaria o creditizia				
		1985 <sup>3</sup>	1986 <sup>3</sup>	1987 <sup>3</sup>	Periodo considerato <sup>4</sup>		Variazioni su quattro trimestri basate su medie trimestrali		
					1985	1986	primo trimestre		
in percentuale <sup>5</sup>									
Stati Uniti . . . . .	M <sub>1</sub>	3-8	3-8	-	13,1	15,3	6,5	11,6	16,4
	M <sub>2</sub>	6-9	6-9	5½-8½	8,8	8,9	9,2	7,0	9,2
	M <sub>3</sub>	6-9½	6-9	5½-8½	7,7	8,8	10,6	7,1	8,5
	TDND	9-12	8-11	8-11	13,4	13,1	13,8	14,0	12,2
Giappone . . . . .	M <sub>2</sub> +CD	8	8-9	9	9,0	8,3	7,9	9,0	8,8
Germania . . . . .	MBC	3-5	3½-5½	3-6	4,5	7,7	4,9	5,2	7,7
Francia . . . . .	M <sub>2</sub>	4-6	-	4-6	6,5	-	9,1	7,4	2,5
	M <sub>3</sub>	-	3-5	3-5	-	4,6	9,6	6,2	4,6
Regno Unito . . . . .	M0	3-7	2-6	2-6	4,2 <sup>6</sup>	5,4 <sup>6</sup>	5,4	3,7	4,5
	£M <sub>3</sub>	5-9	11-15	-	13,6 <sup>6</sup>	19,2 <sup>6</sup>	10,0	15,0	19,0
Italia . . . . .	CSP	12	7	7	13,0	11,4	15,5	11,1	13,5
	M <sub>2</sub>	10	7-11	6-9	11,4	9,6	14,0	9,5	9,7
Svizzera . . . . .	MBCR	3	2	2	2,2	2,0	2,4	1,4	3,2
Paesi Bassi . . . . .	BM <sub>2</sub>	-	5½-6	11-12 <sup>7</sup>	8,3	9,6	3,4	12,0	8,4 <sup>8</sup>

<sup>1</sup> TDND = indebitamento complessivo interno dei settori non finanziari; MBC = moneta della banca centrale; M0 = base monetaria in senso ampio; CSP = credito al settore non statale; MBCR = moneta della banca centrale rettificata; BM<sub>2</sub> contributo del sistema bancario alla creazione di M<sub>2</sub> (incremento del credito bancario al settore privato e dei prestiti bancari a lungo termine alle amministrazioni pubbliche, meno incremento delle passività bancarie a lungo termine).  
<sup>2</sup> Per TDND negli Stati Uniti, unicamente intervallo segnaletico; per M<sub>2</sub>+CD in Giappone, unicamente proiezioni.  
<sup>3</sup> Periodi di obiettivo: quarto trimestre su quarto trimestre per Stati Uniti (eccetto M<sub>1</sub> nel 1986), Giappone (1985-86), Germania e Francia (1986-87); dicembre su dicembre per Italia e Paesi Bassi. Periodi basati sulle medie novembre-gennaio per Francia (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 M<sub>1</sub> 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 gli obiettivi relativi a M<sub>3</sub> in sterline per il 1985 ed il 1986 sono stati sospesi rispettivamente nell'ottobre 1985 e nell'ottobre 1986. Per il Giappone è riportata per il 1987 la proiezione secondo trimestre su secondo trimestre. In Francia, in Italia e nel Regno Unito è stata modificata nel 1986 la definizione o la misurazione degli aggregati. <sup>4</sup> Calcolato sulla stessa base dell'obiettivo. <sup>5</sup> A tassi annui. <sup>6</sup> Periodo di dodici mesi terminante in dicembre. <sup>7</sup> Obiettivo per il periodo di 24 mesi terminante nel dicembre 1987. <sup>8</sup> Primi due mesi.

Fonti: statistiche nazionali.

Negli Stati Uniti l'incremento di M<sub>1</sub> ha segnato un temporaneo rallentamento nei primi mesi del 1986, allorché la ripresa economica ha dato segni di cedimento, ma la Riserva federale ha generalmente assecondato la domanda di riserve bancarie a tassi di interesse a breve calanti o stabili. In seguito la crescita di M<sub>1</sub> è salita al

15,2% in ragione annua, rispetto al tasso del 12,0% registrato nel 1985. Anche  $M_2$  e  $M_3$  hanno accelerato il ritmo di espansione, rimanendo a malapena entro la fascia-obiettivo fissata per l'anno. Il debito totale interno dei settori non finanziari ha continuato a dilatarsi in misura sensibilmente superiore al PNL nominale.

In Giappone, parimenti nel contesto di tassi di interesse a breve calanti, lo scorso anno l'aggregato  $M_2 + CD$  si è ulteriormente accresciuto ad un tasso superiore alla tendenza di medio periodo. In Germania, dove nel corso del 1986 non vi sono state variazioni rilevanti nei tassi di interesse a breve del mercato, agli inizi dell'anno l'espansione della "moneta della banca centrale" si è mossa al disopra della fascia-obiettivo, verosimilmente a causa di perturbazioni transitorie nella domanda di circolante. L'aggregato è ridisceso al limite superiore della fascia nei mesi di maggio-giugno, per poi riprendere a crescere rapidamente nel periodo successivo, cosicché l'obiettivo posto per l'anno è stato sopravanzato per la prima volta dal 1978.

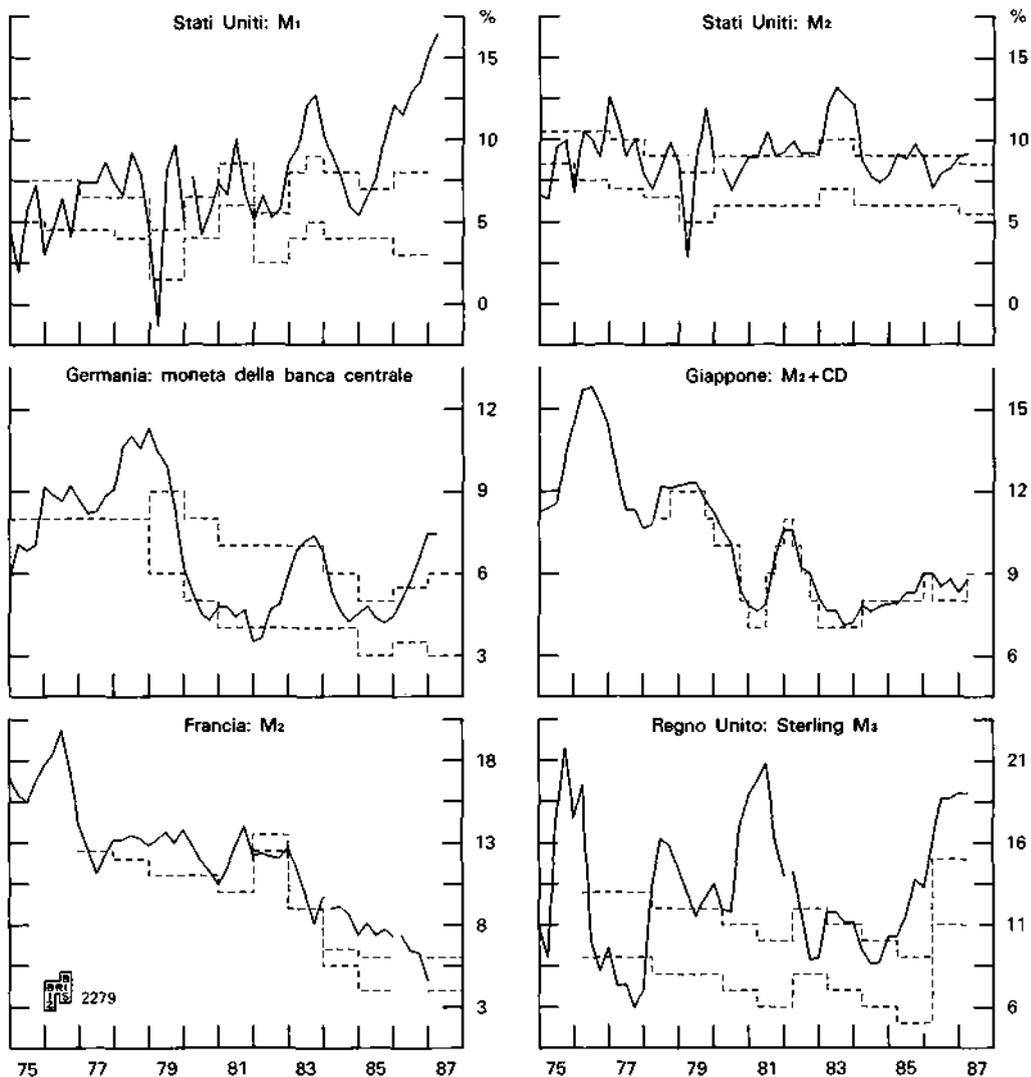
In Francia  $M_3$  si è mosso al disopra dell'intervallo di valori fissato come obiettivo nel primo semestre 1986, anche se successivamente la crescita è andata rallentando. Nel Regno Unito la componente in sterline di  $M_3$  ha sconfinato dalla fascia-obiettivo poco dopo l'annuncio di quest'ultima nel marzo 1986, continuando poi ad espandersi in modo erratico a tassi molto elevati. Anche  $M_0$  ha assunto un più rapido ritmo di crescita a partire dall'estate, e alla fine dell'anno si situava nella metà superiore della fascia-obiettivo. In Italia l'espansione del credito al settore non statale ha sopravanzato l'obiettivo posto per l'anno e la crescita di  $M_2$ , sebbene moderata dall'innovazione finanziaria, è stata prossima al limite superiore dell'intervallo prefissato. Nei Paesi Bassi il contributo netto del sistema bancario al credito ha continuato ad accrescersi ad un tasso che era già stato causa di preoccupazione l'anno precedente. In Svizzera, per contro, l'espansione dell'aggregato assunto ad obiettivo è stata moderata e in linea con il valore prefissato per l'anno.

Nel complesso non è stata opposta grande resistenza allo sconfinamento dagli obiettivi monetari stabiliti per l'anno. Anzi, nell'ambito di un dibattito pubblico eccezionalmente aperto avviato dagli Stati Uniti e concernente le politiche monetarie degli altri paesi maggiori, la questione che si è posta è stata quella della rapidità con cui si sarebbero dovuti ridurre i tassi di interesse a breve. Per contro, non è mai stata seriamente presa in considerazione l'opportunità di un loro innalzamento. La rapida crescita degli aggregati monetari nel 1986 può quindi essere considerata come il risultato della reazione della domanda di moneta ai più bassi tassi di interesse, dell'espansione tendenziale avutasi in taluni paesi nella componente fruttifera degli aggregati ristretti, e dell'azione deliberata delle autorità monetarie in risposta agli sviluppi interni ed esterni.

Prima di considerare le implicazioni degli sviluppi dello scorso anno in campo monetario, può essere utile analizzare questi ultimi alla luce dell'esperienza del controllo degli aggregati nel più lungo periodo. Il grafico seguente evidenzia, su una base di relativa comparabilità, le variazioni su quattro trimestri degli aggregati assunti ad obiettivo rispetto ai valori prefissati, benché questi ultimi non siano stati in generale formulati negli stessi termini. Come si può osservare, la forte accelerazione dei tassi di crescita monetaria registrata nel 1985-86, benché eccezionale, non manca di precedenti. Il grafico mostra altresì come le difficoltà nel controllo degli aggregati siano state di entità assai diversa a seconda dei paesi.

Aggregati monetari: obiettivi e andamenti; 1975-1987\*

----- obiettivo  
 ————— andamento effettivo



\*Variazioni su quattro trimestri, basate su medie trimestrali. Gli andamenti mostrati si riferiscono agli aggregati in uso nel periodo di obiettivo; le interruzioni nel caso degli Stati Uniti, della Francia e del Regno Unito coincidono con cambiamenti sostanziali nella definizione degli aggregati assunti ad obiettivo.

L'estrema erraticità dei movimenti di  $M_1$  negli Stati Uniti e la propensione di questo aggregato ad espandersi ben al di sopra dell'itinerario prefissato negli ultimi anni, contrastano vivamente con l'andamento relativamente ordinato di  $M_2 + CD$  in Giappone e della "moneta della banca centrale" in Germania. Inoltre, i tassi di crescita di questi due indicatori di massima dell'offerta di moneta, a differenza di  $M_1$  negli Stati Uniti, hanno avuto fino ad epoca recente la tendenza a decelerare in linea con il regresso dell'inflazione, così da permettere la fissazione di

valori-obiettivo progressivamente piú bassi. Certo, in Germania il ritmo dell'innovazione finanziaria è stato alquanto moderato e, per quanto riguarda il Giappone, i valori pubblicati dalla banca centrale sono proiezioni a breve termine piuttosto che obiettivi ufficiali. Nondimeno, le esperienze compiute al di fuori degli Stati Uniti stanno ad indicare come sia difficile il perseguimento di un obiettivo in termini di quantità di moneta in senso ristretto, per quanto attraente possa apparire in linea di principio un concetto di moneta detenuta a fini transattivi. L'andamento abbastanza regolare di  $M_2$  negli stessi Stati Uniti fa ritenere che l'adozione di quest'ultimo aggregato come parametro-guida della politica monetaria potrebbe consentire una strategia di controllo piú in linea con quella degli altri paesi maggiori.

La validità degli aggregati ampi come grandezza di obiettivo può peraltro essere influenzata anche dall'innovazione finanziaria. In Francia è stato possibile fino al 1985 abbassare gradualmente il tasso complessivo di crescita dell'aggregato bancario ampio posto come obiettivo, anche se evidentemente non è stata facile l'osservanza dei singoli obiettivi annui. Con la deregolamentazione dei mercati dei capitali e la liberalizzazione delle transazioni valutarie sono cresciute le difficoltà nel prevedere gli andamenti monetari ed è stato necessario tener conto di aumenti della velocità di circolazione del nuovo aggregato  $M_3$ . Nel Regno Unito si riteneva che il vantaggio di fissare un obiettivo per  $M_3$  in sterline risiedesse nella sua relazione con gli andamenti del finanziamento del bilancio pubblico, con la crescita del credito bancario al settore privato e con i movimenti monetari verso l'estero. Il suo comportamento è divenuto però sempre piú imprevedibile, principalmente per effetto di cambiamenti nelle strategie concorrenziali delle istituzioni finanziarie dopo la rimozione, nel 1980, dei vincoli diretti sull'espansione delle passività bancarie remunerate con interessi. L'intensificarsi dell'innovazione finanziaria negli ultimi anni ha imposto l'accettazione di un forte aumento della moneta in senso lato, comunque misurata. Nel Regno Unito è anche divenuto piú difficile prevedere e controllare i movimenti degli aggregati ampi, nonché interpretare il loro significato. Alla luce di questo insieme di circostanze può essere meglio compreso l'approccio adottato dalle autorità dei vari paesi nel riconsiderare, alla fine dello scorso anno, le procedure di fissazione degli obiettivi in risposta agli sviluppi monetari.

Negli Stati Uniti, dove nel quadro della legge Humphrey-Hawkins la Riserva federale è tenuta alla pubblicazione di obiettivi monetari, nel febbraio 1987 il Presidente dell'Open Market Committee ha informato il Congresso che il recente andamento di  $M_1$  avrebbe richiesto la fissazione di una fascia-obiettivo talmente ampia da pregiudicarne la significatività per gli operatori economici. Di conseguenza la Riserva federale decideva di limitarsi a vigilare sull'andamento di  $M_1$ , alla luce di altri indicatori, lasciando tuttavia aperta la possibilità che fosse stabilita una fascia-obiettivo esplicita in epoca successiva. Tenendo presente la relazione "storica" fra espansione monetaria ed inflazione, l'Open Market Committee ha basato il suo approccio per il 1987 sul fermo convincimento che fosse opportuno moderare la crescita nell'offerta di moneta. Sono state infatti confermate fasce-obiettivo per  $M_2$  e  $M_3$  leggermente inferiori a quelle fissate lo scorso anno, nella previsione che l'andamento effettivo sarebbe risultato molto piú prossimo al valore centrale dell'intervallo. In assenza di forti cali dei tassi di interesse come quelli avutisi negli ultimi anni, non si prevedeva per tali aggregati un calo di rilievo della velocità di circolazione in rapporto al reddito.

In Giappone le proiezioni ufficiali relative a  $M_2 + CD$  per il primo e secondo trimestre 1987 sono rimaste al disopra del valore tendenziale di crescita nel medio periodo, pari all' 8% circa. Richiamando l'attenzione sul pericolo che le operazioni speculative su attività reali e finanziarie possano intaccare la fiducia nella stabilità dei prezzi, la Banca del Giappone ha riaffermato l'importanza del mantenimento, da parte delle istituzioni finanziarie, di una politica di credito improntata a cautela, in particolare nel finanziamento dell'acquisto di terreni.

In Germania la Bundesbank ha fissato per il 1987 una fascia-obiettivo con valore centrale invariato rispetto allo scorso anno, collegata alla crescita media di lungo periodo del potenziale produttivo e ad un tasso di inflazione tendenziale superiore all'incremento previsto dei prezzi al consumo. La fascia è stata ampliata al fine di accrescere il margine di flessibilità in vista delle forti incertezze circa le condizioni esterne ed interne in cui la politica monetaria si troverà a dover operare nel corso dell'anno.

In Francia la politica monetaria per il 1987 dovrà essere maggiormente guidata da  $M_2$ , che comprende i depositi ed i collocamenti a vista (infruttiferi oppure a tassi di interesse controllati) e che rispecchia così le variazioni nella domanda di saldi transattivi.  $M_2$  costituisce altresì l'aggregato che dovrebbe essere meno influenzato dagli spostamenti fra le diverse forme di collocamento, dei quali tiene conto la più bassa fascia-obiettivo fissata per  $M_3$ . In Italia, come in Francia, l'obiettivo di espansione di  $M_2$  per il 1987 è strettamente collegato alla crescita attesa del PIL nominale, ma implica un minore incremento dell'aggregato rispetto allo scorso anno. La Banca d'Italia ha osservato come sussistano incertezze circa l'impatto dei futuri cambiamenti nel sistema finanziario sulla domanda di credito del settore non statale. Un incremento di 2 punti percentuali superiore o inferiore alla nuova traiettoria di crescita è pertanto considerato come accettabile.

Nel Regno Unito il Governatore della Banca d'Inghilterra ha reso noto nell'ottobre 1986 che le autorità stavano considerando l'opportunità di rinunciare alla fissazione di obiettivi per gli aggregati ampi. La strategia finanziaria a medio termine del Governo per ripristinare la stabilità dei prezzi è stata riaffermata nel discorso di presentazione del bilancio nel marzo 1987. Tuttavia essa è stata principalmente espressa in termini di un calo progressivo dei valori programmati per il PNL nominale, e  $M_0$  è stato l'unico aggregato monetario per il quale è stato annunciato un obiettivo. In maggio è stato notificato un nuovo aggregato,  $M_4$ , che comprende le passività delle banche e delle *building societies*, ed è stato preannunciato il cambiamento della denominazione degli attuali aggregati, da *sterling*  $M_3$  a  $M_3$ , da  $M_3$  a  $M_{3c}$  e da  $PSL_2$  a  $M_5$ . Nei Paesi Bassi il più moderato incremento dell'indice di liquidità dell'economia (ossia del rapporto fra  $M_2$  ed il reddito nazionale netto) nel 1986 ha potuto essere interamente attribuito agli accresciuti deflussi di capitali privati. La Nederlandsche Bank ha prorogato gli accordi con le banche per realizzare una riduzione del loro contributo netto alla creazione interna di moneta per un periodo di 24 mesi terminante nel dicembre 1987. In Svizzera l'obiettivo invariato in termini di moneta della banca centrale rettificata prevede un tasso di crescita ritenuto compatibile con il mantenimento della stabilità dei prezzi nel più lungo periodo.

In sintesi, la risposta dichiarata di fronte alle maggiori incertezze nei paesi sopradetti è stata quella di riconfermare le strategie basate sul controllo degli

aggregati, rendendo tuttavia gli obiettivi intermedi piú flessibili sotto vari aspetti. Lo scostamento piú marcato rispetto all'approccio seguito in precedenza si è avuto negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove è stata abbandonata la fissazione di obiettivi di crescita degli aggregati sui quali si era originariamente imperniata la strategia, seppure negli ultimi anni essi avessero assunto un peso minore nella conduzione della politica monetaria. In Canada il perseguimento di obiettivi in termini di aggregati monetari era già stato abbandonato anni orsono. Nei paesi-chiave permane comunque il fermo convincimento che l'impegno delle autorità a mantenere sotto controllo l'espansione monetaria a medio termine costituisce il principale caposaldo contro l'inflazione e le aspettative inflazionistiche in una prospettiva di piú lungo periodo.

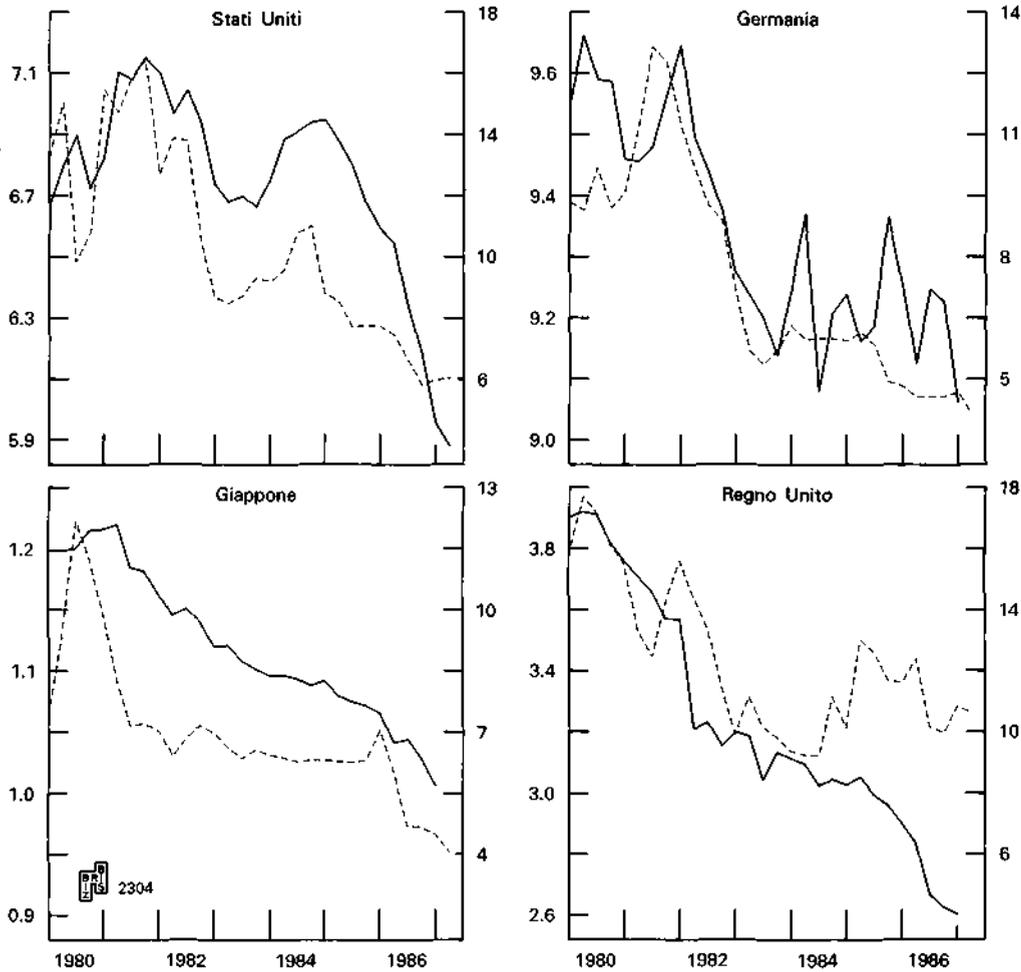
*L'andamento della velocità di circolazione in rapporto al reddito ed il ruolo dei tassi di interesse.* In un contesto di bassi tassi di inflazione e di modesti incrementi dell'attività economica l'espansione degli *stocks* di moneta lo scorso anno è stata particolarmente forte in rapporto a quella del PNL nominale. Le variazioni di breve periodo nella relazione fra la quantità di moneta ed il reddito nominale possono essere indicative dei mutevoli sfasamenti temporali con cui gli sviluppi monetari agiscono sull'economia. In molti paesi, tuttavia, la velocità di circolazione della moneta è in diminuzione già da diversi anni. Le variazioni della velocità possono rispecchiare cambiamenti indotti dai tassi di interesse nell'incentivo a minimizzare i saldi monetari a rendimento relativamente basso, oppure spostamenti nella domanda di saldi monetari dovuti all'innovazione finanziaria ed a modificazioni nelle preferenze in termini di valute. Alcuni di questi spostamenti nella domanda di moneta possono risultare temporanei, altri piú duraturi. La difficoltà nel distinguere i cambiamenti transitori da quelli permanenti nelle relazioni precedentemente stabili della domanda di moneta costituisce uno dei maggiori problemi della politica monetaria.

Il grafico seguente mostra come nei quattro paesi considerati vi sia stata negli ultimi anni una tendenza decisamente calante della velocità di circolazione nei rispettivi aggregati-chiave. Da esso appare altresí che, seppure con graduazioni diverse, il calo dei tassi di interesse rispetto ai massimi del 1980-81 è stato un fattore determinante, al quale si sono tuttavia chiaramente associate altre cause in ciascuno dei paesi considerati.

Negli Stati Uniti gli spostamenti nella composizione di  $M_1$  e, in particolare, l'aumento della componente costituita dai conti di risparmio fruttiferi dopo la deregolamentazione dei tassi di interesse sui depositi, hanno modificato il profilo tendenziale della velocità di  $M_1$ , accrescendo la reattività della domanda degli strumenti compresi in  $M_1$  ai movimenti dei tassi di interesse del mercato. Gli spostamenti nei differenziali di interesse intervenuti nel 1985 e 1986 hanno decisamente ridotto il disincentivo a detenere attività fruttifere incluse in  $M_1$ , contribuendo alla notevole crescita di questo aggregato. Le banche e le casse di risparmio hanno mostrato un'eccezionale lentezza nel correggere verso il basso i tassi di interesse sui conti NOW (depositi a risparmio con ordini di prelievo negoziabili) in presenza del calo dei rendimenti sui buoni del Tesoro. Di conseguenza, nel 1986 le disponibilità sui depositi fruttiferi prelevabili con assegno sono aumentate del 30%, in quanto vi sono stati trasferiti fondi distolti da altre forme di impiego, come i depositi a scadenza. Anche i depositi a vista non fruttiferi sono rapidamente cresciuti per effetto del loro minore costo-opportunità e a causa

Velocità di circolazione della moneta in rapporto al reddito e tassi di interesse a breve;  
1980-87

ordinate di sinistra:  
—— velocità in rapporto al reddito<sup>1</sup>  
ordinate di destra:  
----- tassi di interesse a breve<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Grandezze rappresentative della quantità di moneta: per gli Stati Uniti,  $M_1$ ; per la Germania, "moneta della banca centrale"; per il Giappone,  $M_2 + CD$ ; per il Regno Unito,  $M_3$  in sterline. <sup>2</sup> Tassi rappresentativi di strumenti a tre mesi.

dell'ampliamento dei *compensating balances*, ossia della quota di disponibilità che un mutuatario è tenuto a costituire in deposito presso la banca erogatrice di credito, la quale ha tra l'altro lo scopo di contribuire a coprire i costi dei servizi offerti al cliente dalla banca stessa.

Vi è disparità di opinioni circa la misura in cui i cali dei tassi di interesse spiegano la caduta senza precedenti della velocità di circolazione di  $M_1$  nel 1986. In ogni caso potranno occorrere anni prima che il comportamento di  $M_1$  in un contesto di deregolamentazione finanziaria possa essere compreso appieno. Si è constatato,

ad esempio, che le banche possono essere ancora più lente nell'adeguare i tassi sui depositi ad un aumento dei tassi di interesse del mercato di quanto lo siano nel correggerli verso il basso, e che l'aggiustamento può essere di tipo non lineare. Lo scorso anno molti dei summenzionati spostamenti nella composizione delle attività liquide del pubblico hanno avuto luogo entro  $M_3$ ; tuttavia dato il concomitante calo degli acquisti di buoni del Tesoro da parte del settore non bancario, la crescita di  $M_3$  è stata eccezionalmente ampia in rapporto a quella della liquidità totale. Lo scorso anno si è pertanto accentuata anche la diminuzione della velocità di  $M_2$  e  $M_3$ , manifestatasi a partire dal 1981, ma l'andamento di questi aggregati si è discostato meno di quanto ci si poteva attendere sulla base delle tradizionali funzioni della domanda di moneta.

Componenti dell'espansione nella quantità di moneta in senso lato e nella liquidità totale<sup>1</sup>

Paesi e periodi	Circolante	Depositi a vista	Altre attività <sup>2</sup> comprese in $M_1$	Depositi a scadenza	Depositi a risparmio	Strumenti di mercato <sup>3</sup>	Incremento di $M_2$ in percentuale sulla variazione della liquidità
<b>Stati Uniti</b>							
1971-85 media . . . . .	5	6	6	30	28	25	86
1976 <sup>4</sup> . . . . .	5	8	1	38	45	3	94
1980 <sup>5</sup> . . . . .	6	3	6	51	3	32	88
1986 . . . . .	5	13	19	- 10	53	20	94
<b>Germania</b>							
1971-85 media . . . . .	10	22	.	26	42	.	-
1978 <sup>4</sup> . . . . .	13	32	.	21	33	.	-
1981 <sup>5</sup> . . . . .	1	- 6	.	108	- 3	.	-
1986 . . . . .	13	25	.	15	48	.	85
<b>Francia</b>							
1971-85 media . . . . .	5	36	.	19	38	3	87
1978 <sup>4</sup> . . . . .	6	31	.	18	45	0	89
1981 <sup>5</sup> . . . . .	7	38	.	5	49	0	97
1986 . . . . .	5	40	.	19	16	19	59
<b>Regno Unito</b>							
1971-85 media . . . . .	12	21	22	44	.	2	59
1977 <sup>4</sup> . . . . .	26	65	21	- 11	.	- 1	44
1979 <sup>5</sup> . . . . .	12	21	5	69	.	- 6	51
1986 . . . . .	3	16	38	35	.	9	61

<sup>1</sup> Moneta in senso lato:  $M_3$  (per il Regno Unito, componente in sterline di  $M_3$ ); liquidità totale: per gli Stati Uniti e la Francia, L; per la Germania, definizione allargata di  $M_3$ ; per il Regno Unito, PSL<sub>2</sub>. <sup>2</sup> Componente fruttifera di  $M_1$ .

<sup>3</sup> Per gli Stati Uniti, depositi a scadenza di elevato ammontare, operazioni temporanee ed eurodollari *overnight* ed a termine, fondi comuni di investimento del mercato monetario detenuti da investitori istituzionali; per la Francia ed il Regno Unito, certificati di deposito. <sup>4</sup> Anno di minimo dei tassi di interesse a breve nel periodo 1976-78. <sup>5</sup> Anno di massimo dei tassi di interesse a breve nel periodo 1979-81.

Fonti: statistiche nazionali.

Anche negli altri paesi si sono prodotti negli ultimi anni forti spostamenti nella composizione delle attività finanziarie detenute dal pubblico in reazione al calo dei tassi di interesse del mercato ed all'innovazione finanziaria. Benché il grado di prevedibilità di tali spostamenti sia differito da paese a paese, essi hanno tipicamente agito, come negli Stati Uniti, nel senso di abbassare la velocità di circolazione degli aggregati ampi e di accrescerne a dismisura le componenti relativamente liquide.

In Germania, la caduta dei tassi di interesse a partire dal 1982 ha determinato un calo, in parte prevedibile, nella velocità della "moneta della banca centrale" e di

$M_3$ . Vi è stato altresì uno spostamento indotto dai tassi di interesse nella composizione di  $M_3$  a scapito dei depositi a scadenza con tassi relativamente flessibili ed a favore dei depositi a risparmio ed a vista. Sebbene lo scorso anno i tassi di interesse del mercato non abbiano mostrato variazioni di rilievo, l'effetto ritardato dei cali precedenti ha contribuito ad ampliare in misura superiore alla media la quota dei depositi a vista sull'espansione complessiva di  $M_3$ . La forte crescita del circolante riflette invece probabilmente un aumento delle disponibilità di non residenti collegato a speculazioni valutarie. In Giappone, dove il calo nella velocità di  $M_2 + CD$  osservato negli ultimi anni rispecchia in parte un incremento tendenziale delle componenti a risparmio, la flessione dei tassi di interesse sui depositi a scadenza ed a risparmio avutasi nel 1986 contribuisce a spiegare la quota relativamente ampia dei conti a vista nell'espansione dell'aggregato.

Nel Regno Unito, i cambiamenti intervenuti nel sistema finanziario paiono aver avuto un ruolo primario nella caduta della velocità di  $M_3$  in sterline durante gli ultimi anni. Le banche e le *building societies* si sono fatte un'accesa concorrenza per espandere gli impieghi e la raccolta di depositi. I provvedimenti fiscali si sono ripercossi sulla convenienza delle imprese non finanziarie ad indebitarsi presso le banche e ad accumulare depositi ed hanno determinato un'espansione dei depositi detenuti dagli intermediari finanziari non bancari. Lo scorso anno la domanda di moneta è stata anche distorta dalla ristrutturazione del mercato finanziario, dalle fusioni societarie e dalla privatizzazione di imprese pubbliche. La rapida espansione del contributo relativo dei nuovi tipi di depositi a vista fruttiferi alla crescita di  $M_3$  in sterline costituisce uno sviluppo rimarchevole.

Anche in diversi altri paesi le modifiche strutturali del sistema finanziario hanno condotto ad una rapida crescita di attività relativamente liquide non comprese nei convenzionali aggregati monetari. Lo scorso anno, in seguito all'autorizzazione di nuovi strumenti di mercato liquidi come la *commercial paper* ed i buoni del Tesoro negoziabili, in Francia e in Giappone l'aumento della liquidità totale ha sopravanzato quello della quantità di moneta in senso lato. In Italia l'espansione dei fondi comuni di investimento e delle gestioni di portafogli mobiliari ha contribuito a frenare la crescita di  $M_2$ . In Germania si è avuto un incremento relativamente rapido di  $M_3$  allargato che, a differenza della definizione convenzionale di  $M_3$ , ha rispecchiato una forte dilatazione dei depositi all'estero in marchi costituiti da residenti tedeschi ed un calo delle disponibilità di questi in titoli bancari a breve termine, sottoposti a riserva obbligatoria dal maggio 1986.

Si può ragionevolmente sostenere che, laddove i cali della velocità di circolazione dello *stock* di moneta possono essere attribuiti con relativa certezza ai tassi di interesse calanti o ad innovazioni finanziarie, essi debbano riflettere un'espansione della domanda delle attività in questione piuttosto che uno squilibrio monetario. Dato che la discesa dei tassi di interesse dal 1981 si è prodotta in un contesto di tassi di inflazione calanti, è parso appropriato che la politica monetaria assecondasse una certa accelerazione dell'espansione della quantità di moneta.

Tuttavia, non tutto l'aumento degli aggregati monetari può essere spiegato in modo convincente da variazioni nella domanda di moneta, ed una parte dei saldi monetari ora detenuti spontaneamente può successivamente essere spesa in beni e servizi. L'aumento di valore delle azioni, dei terreni e di altre attività può stimolare la spesa in molti modi. In alcuni paesi sussiste il rischio che un capovolgimento dei

rialzi speculativi faccia divenire più fragili le posizioni finanziarie, rendendo così più difficile un innalzamento dei tassi di interesse allorché ciò diventa necessario. Lo scorso anno la politica monetaria è stata guidata dagli sviluppi in corso nell'economia, ma i pieni effetti dell'espansione monetaria sulla formazione dei prezzi sui mercati dei beni e del lavoro sono normalmente percepiti con molto ritardo. Finora il calo del prezzo del petrolio e gli andamenti negli altri mercati delle materie prime hanno contribuito a mantenere sopita l'inflazione. I vincoli nell'economia dal lato dell'offerta potrebbero farsi più stringenti nel corso del processo di aggiustamento delle bilance dei pagamenti correnti. Il nesso fra l'espansione monetaria e l'inflazione può essere divenuto di più difficile comprensione a causa dell'innovazione finanziaria, dei cali della velocità di circolazione indotti dai tassi di interesse e dei movimenti dei tassi di cambio. Nondimeno può essere opportuno mantenere focalizzato lo strumentario della politica monetaria su considerazioni di più lungo periodo, anche in circostanze difficili. Se si dovesse indebolire la credibilità delle strategie basate sulla fissazione di obiettivi in termini di aggregati monetari, potrebbe andare perduta la protezione che essi forniscono contro l'incipiente riattivarsi delle aspettative inflazionistiche.

*Espansione monetaria e creditizia e flussi di capitali internazionali.* Le tensioni sui mercati creditizi e le perturbazioni esterne contribuiscono spesso a dar conto di taluni andamenti delle grandezze monetarie che non possono essere spiegati in base alle tradizionali determinanti della domanda di moneta. E' possibile avere una visione più chiara degli aspetti anomali del processo di creazione della moneta se la dinamica dell'offerta di moneta è considerata nel quadro del bilancio globale del sistema monetario.

In molti paesi già da alcuni anni la domanda di credito bancario da parte del settore privato mostrava un andamento calante, e nel 1986 essa ha subito un'ulteriore flessione. Con il regresso dell'inflazione e la debolezza dell'attività di investimento, è migliorata la capacità di autofinanziamento delle imprese. Inoltre, si è accresciuto il reperimento di fondi esterni sotto forma di emissioni di titoli. Negli Stati Uniti lo scorso anno la domanda di crediti bancari è stata alquanto debole, ma le banche hanno aumentato le loro disponibilità di titoli (principalmente emissioni di enti creditizi federali). Nel Regno Unito, per contro, la forte espansione del credito bancario alle famiglie ed al settore finanziario ha costituito la maggiore contropartita dell'ingente crescita di  $M_3$  in sterline. In Italia, dove nel giugno 1986 è giunto a scadenza il massimale sugli impieghi in lire introdotto per frenare la crescita esplosiva dei prestiti bancari durante la crisi valutaria degli ultimi mesi del 1985, l'accelerazione del credito bancario nella seconda parte dello scorso anno ha rispecchiato in parte il finanziamento di operazioni borsistiche ed un calo dei tassi attivi bancari in relazione a quelli sui depositi. Nel 1986 in Germania, e per gran parte dell'anno anche in Francia, la liquidità creata dalle eccedenze nelle transazioni con l'estero dei settori non bancari ha contribuito ad indebolire la domanda di credito bancario. Nei Paesi Bassi, per contro, il rapido incremento dei prestiti bancari sull'interno avutosi nel 1986 pare essersi collegato a deflussi netti di capitali non bancari di ammontare superiore al saldo positivo delle partite correnti.

Nella maggior parte dei paesi europei ed in Giappone il contributo del credito al settore pubblico nella creazione di moneta è fortemente diminuito negli ultimi anni per effetto del consolidamento della finanza statale e dell'accresciuto

Contropartite delle variazioni della quantità di moneta in senso lato

Componenti e paesi	1971-80		1981-86		1985	1986
	valore medio	valore massimo	valore medio	valore massimo		
dicembre su dicembre, in punti percentuali						
<b>Contributi incrementali alle variazioni della quantità di moneta:</b>						
<b>Attività nette sull'estero<sup>1</sup></b>						
Germania . . . . .	2,0	6,2	1,9	5,7	3,3	5,7
Giappone . . . . .	- 0,1	3,9	- 0,9	0,5	- 1,1	- 2,3
Francia . . . . .	-	-	0,0	2,8	2,4	2,8
Belgio . . . . .	- 0,7	4,9	- 7,2	- 4,2	- 5,5	- 4,2
Paesi Bassi . . . . .	1,8	8,4	2,6	6,0	4,2	- 5,6
Italia . . . . .	0,0	3,8	- 0,2	0,9	- 1,7	- 0,5
Regno Unito . . . . .	- 0,1	9,4	- 2,4	- 0,2	- 2,4	- 2,0
<i>di cui:</i>						
<b>Attività ufficiali nette sull'estero<sup>2</sup></b>						
Germania . . . . .	1,9	7,0	0,0	0,6	0,1	0,6
Giappone . . . . .	1,0	8,4	- 0,1	0,7	- 0,3	0,7
Francia . . . . .	0,6	3,6	0,4	2,1	1,4	2,1
Belgio . . . . .	0,9	4,9	- 1,0	3,5	- 0,4	0,3
Paesi Bassi . . . . .	3,3	7,7	0,6	4,4	1,6	- 0,6
Italia . . . . .	0,4	3,4	- 0,1	2,2	- 2,7	0,7
Regno Unito . . . . .	2,4	24,2	- 0,5	2,3	1,6	2,3
<b>Credito al settore privato<sup>3</sup></b>						
Stati Uniti . . . . .	6,8	10,9	5,0	6,2	5,9	6,1
Germania . . . . .	14,9	23,6	9,6	11,1	8,9	7,5
Giappone . . . . .	14,3	26,9	9,3	10,9	10,9	9,7
Francia . . . . .	10,0	12,5	11,3	14,4	10,0	8,0
Belgio . . . . .	7,6	9,8	3,0	5,0	2,7	5,0
Paesi Bassi . . . . .	21,5	30,4	13,4	33,6	8,1	13,7
Italia . . . . .	8,3	10,5	5,9	7,8	6,8	5,3
Regno Unito . . . . .	13,7	29,2	18,6	24,2	19,0	24,2
<b>Credito al settore pubblico<sup>4</sup></b>						
Stati Uniti . . . . .	1,0	3,5	1,2	2,5	1,1	1,2
Germania . . . . .	5,0	11,2	3,1	6,7	1,8	0,8
Giappone . . . . .	3,2	6,5	1,2	3,0	- 0,2	1,3
Francia . . . . .	0,8	3,0	2,4	3,4	2,4	0,3
Belgio . . . . .	5,6	8,5	10,1	15,7	9,9	7,3
Paesi Bassi . . . . .	2,4	6,3	6,6	15,4	4,5	3,8
Italia . . . . .	12,4	15,8	11,7	18,7	10,7	5,5
Regno Unito . . . . .	5,6	13,6	- 1,5	0,9	- 0,2	- 1,0
dicembre su dicembre, in percentuale						
<b>Variazioni della quantità di moneta in senso lato<sup>5</sup></b>						
Stati Uniti . . . . .	11,4	14,5	9,9	12,4	7,4	8,9
Germania . . . . .	9,6	14,3	5,7	7,1	5,0	6,7
Giappone . . . . .	14,6	24,8	8,6	11,0	8,7	9,2
Francia . . . . .	14,8	19,3	9,0	11,5	5,8	4,3
Belgio . . . . .	10,6	16,1	7,0	10,5	5,2	10,5
Paesi Bassi . . . . .	11,0	22,7	7,8	10,7	10,7	4,5
Italia . . . . .	19,7	23,6	12,2	18,0	11,1	9,4
Regno Unito . . . . .	15,1	27,4	12,6	19,3	13,6	19,3

<sup>1</sup> Per il Regno Unito sono comprese le operazioni con l'estero del settore pubblico. <sup>2</sup> Controvalore in moneta nazionale degli interventi sui mercati dei cambi. Per la Germania, compresi gli *swaps* di valute della Bundesbank con le banche residenti; per il Giappone, movimenti del conto valutario del Tesoro presso la Banca del Giappone; per la Francia, comprese le variazioni di valutazione; per l'Italia, contributo del settore estero alla creazione di base monetaria. <sup>3</sup> Per il Regno Unito, crediti in sterline. <sup>4</sup> Per la Francia, solo l'amministrazione centrale. <sup>5</sup> Per gli Stati Uniti, la Germania e la Francia,  $M_2$ ; per il Giappone, i Paesi Bassi e l'Italia,  $M_2$ ; per il Regno Unito,  $M_3$  in sterline.

Fonti: statistiche nazionali.

finanziamento sul mercato mobiliare. Tuttavia, la copertura del disavanzo pubblico con mezzi non monetari, analogamente all'espansione delle passività a lunga scadenza delle banche, è notevolmente sensibile al variare delle aspettative di tasso di interesse sul mercato obbligazionario. In taluni paesi, fra cui la Germania ed i Paesi Bassi, l'incremento della quantità di moneta lo scorso anno è stato in parte il riflesso della crescita relativamente modesta delle passività non monetarie delle banche, come le obbligazioni, e di una rapida dilatazione dei prestiti bancari a lunga scadenza sotto l'influsso dei più bassi tassi di interesse a lungo termine.

Un indice della crescente interdipendenza monetaria internazionale può essere individuato nella natura e nella dimensione del contributo fornito lo scorso anno dai fattori esterni alla creazione di moneta in alcuni paesi. In Germania nel 1986 tale contributo è stato di oltre 5 punti percentuali, un valore che si avvicina a quello registrato nel 1973, allorché il crollo del sistema di cambi fissi di Bretton Woods aveva determinato massicci interventi della Bundesbank sui mercati dei cambi. Lo scorso anno, però, gli acquisti netti ufficiali di valuta estera, anche se ingenti in certi periodi, nel complesso hanno rappresentato soltanto un decimo del contributo proveniente dalla contropartita esterna. Il resto è attribuibile ad un incremento delle attività nette sull'estero delle banche tedesche in presenza di un'ampia eccedenza delle partite correnti e dei movimenti di capitali privati a lungo termine del settore non bancario. Sebbene alla base dell'andamento vi possano essere molteplici fattori, fra cui un indebolimento della domanda di credito bancario, gli afflussi di capitali al di fuori del settore bancario sono di fatto all'origine di gran parte dell'espansione di  $M_3$ ; la variazione positiva di questi afflussi rispetto al 1985 è stata superiore all'accelerazione nella crescita di  $M_3$  nello stesso arco di tempo. Non sempre viene compreso appieno che tali effetti possono prodursi in assenza di interventi ufficiali sui mercati dei cambi. In Francia nel 1986 sono aumentate sia le riserve valutarie ufficiali sia la posizione netta sull'estero delle banche. In Giappone invece l'andamento delle contropartite esterne alla creazione di moneta è stato assai differente; a un incremento relativamente modesto delle riserve valutarie ufficiali ha fatto riscontro un peggioramento di entità maggiore nella posizione creditoria netta sull'estero delle banche.

La posizione monetaria esterna degli Stati Uniti continua ad essere rispecchiata sostanzialmente dalle passività del Tesoro. Lo scorso anno le acquisizioni di titoli del Tesoro USA da parte delle autorità monetarie estere, per un ammontare di circa \$35 miliardi, sono equivalenti ad oltre il 15% del fabbisogno dell'Amministrazione federale; tale quota si è ulteriormente accresciuta nei primi mesi del 1987.

#### **La politica monetaria in presenza di vincoli esterni di differente intensità: la gestione dei tassi di cambio fluttuanti**

Nell'azione a sostegno dell'attività economica negli Stati Uniti, lo scorso anno la Riserva federale ha dovuto tenere conto dell'impatto potenziale del forte indebolimento del dollaro sull'inflazione interna. In Giappone e in Germania le politiche del tasso di interesse sono state dapprima condizionate dalla necessità di impedire un apprezzamento troppo rapido della propria moneta e successivamente hanno dovuto essere dirette a controbilanciare gli effetti sull'economia della correzione già avvenuta.

L'intensità dei vincoli esterni cui soggiace un paese nella conduzione della politica monetaria dipende dalla misura in cui il processo di formazione dei prezzi e dei salari è influenzato dal tasso di cambio, nonché dalla reazione dei flussi di capitali internazionali ai differenziali fra i rendimenti attesi sulle attività finanziarie dei diversi paesi. Essa dipende altresì dal sistema dei tassi di cambio, fermo restando che i cambi fluttuanti non proteggono da tutti i tipi di perturbazioni esterne.

I paesi con economie relativamente aperte sono da lungo tempo consapevoli della stretta relazione esistente fra il tasso di cambio ed il livello dei prezzi, la quale limita i vantaggi che essi possono attendersi di conseguire, anche nel breve periodo, da un deprezzamento esterno della propria moneta. Di conseguenza, in molti paesi minori la politica monetaria è stata impostata su espliciti obiettivi di tasso di cambio, e nella maggior parte delle economie maggiori le politiche di controllo della quantità di moneta sono state adeguate in varia misura al fine di tenere conto espressamente dei rapporti di cambio. Negli Stati Uniti fino a tempi alquanto recenti l'impatto del tasso di cambio del dollaro sui prezzi interni era generalmente considerato abbastanza modesto da poter esser sostanzialmente trascurato nella formulazione della politica monetaria, anche se di fronte all'apprezzamento del dollaro alla metà degli anni ottanta la politica monetaria è stata allentata più di quanto sarebbe avvenuto altrimenti. Le speranze di un miglioramento della bilancia dei pagamenti correnti USA si basano ovviamente sull'assunto che il deprezzamento del dollaro espliciti i suoi effetti principalmente sulla competitività dell'economia, ma non si possono ignorare del tutto le sue ripercussioni sull'inflazione negli Stati Uniti, come mostrano gli sviluppi nei primi mesi di quest'anno.

Negli ultimi anni, con il procedere dell'integrazione internazionale dei mercati finanziari, è cresciuta nettamente la reattività dei movimenti di capitali ai differenziali di tassi di interesse. Certo, già in passato si era assistito ad ampi flussi internazionali di fondi a breve, anche in paesi con restrizioni valutarie, non da ultimo sotto forma di sfasamenti nei termini di pagamento delle transazioni mercantili. Ciò nondimeno le esperienze maturate nei più importanti paesi industriali e nelle economie minori fanno ritenere che si sia progressivamente ristretto lo spazio di manovra per una politica discrezionale dei tassi di interesse.

Dai tassi di cambio fluttuanti ci si attendeva che avrebbero consentito ai paesi di controllare autonomamente l'offerta di moneta e l'inflazione interna. Essi hanno talora assecondato differenti livelli di inflazione e differenziali di tasso di interesse che apparivano appropriati alla luce della diversa dimensione dei problemi inflazionistici nelle singole economie. Tuttavia, le fluttuazioni dei cambi dell'ampiezza avutasi negli ultimi anni, in particolare nel valore del dollaro rispetto alle altre valute, hanno definitivamente dimostrato che i tassi di cambio non si limitano ad un semplice aggiustamento passivo in funzione dei differenziali di inflazione. La coesistenza di mercati finanziari in cui i prezzi reagiscono prontamente al variare delle condizioni della domanda e dell'offerta, e di mercati dei beni "reali" nei quali i prezzi si adeguano assai più lentamente, ha fatto sì che i movimenti dei tassi di interesse nei paesi maggiori comportassero spesso variazioni dei tassi di interesse reali. Talvolta queste ultime hanno contribuito a determinare forti e rapidi spostamenti dei tassi di cambio. In effetti, a causa dell'asincronia nell'aggiustamento dei prezzi fra i mercati finanziari e quelli dei beni reali, le variazioni dei cambi fluttuanti sono state prevalentemente variazioni in termini reali, le quali hanno avuto forti ripercussioni sulla stabilità dell'economia reale.

*La combinazione delle politiche e gli andamenti dei tassi di cambio.* Spesso le reazioni abnormi dei tassi di cambio in relazione agli andamenti dell'inflazione sono state il riflesso di un'incongrua combinazione delle politiche. Ciò non significa tuttavia che tali distorsioni dei cambi avrebbero potuto essere adeguatamente corrette con aggiustamenti soltanto dal lato della politica monetaria. Di fatto, per gran parte del periodo che inizia nel 1973 la manovra dei tassi di interesse a breve nei tre maggiori paesi è stata in larga misura improntata al perseguimento di obiettivi di crescita monetaria. Per quanto è possibile giudicare, la difformità delle politiche monetarie non pare avere avuto in generale un ruolo importante nel determinare le variazioni reali del tasso di cambio del dollaro rispetto allo yen o al marco. Se si prescinde dagli sviluppi più recenti, l'eccezione più rilevante pare essere il periodo di turbolenze iniziato nel 1978 con un'analogia fase di debolezza del dollaro, allorché in Germania e Giappone venne consentita una rapida espansione monetaria. Negli Stati Uniti la politica monetaria subì un inasprimento e l'adozione di un obiettivo per la liquidità bancaria in termini di *non-borrowed reserves* fra la fine del 1979 e metà 1982 si accompagnò a tassi di interesse reali fortemente instabili e talvolta assai elevati. Parimenti, nel contesto della seconda crisi petrolifera i tassi di interesse a breve dovettero essere innalzati alquanto bruscamente in Giappone nel 1979 e in Germania nel 1981.

In altre occasioni la reazione abnorme dei tassi di cambio pare essere stata causata soprattutto dagli indirizzi divergenti delle politiche fiscali. La priorità accordata alla riduzione degli ampi disavanzi di bilancio in Germania e Giappone si è posta in netto contrasto con le politiche fiscali attuate negli Stati Uniti a partire dagli inizi degli anni ottanta. Gli ampi disavanzi correnti e prospettici del bilancio federale USA hanno avuto una forte incidenza sulla domanda effettiva e sui tassi di interesse reali negli Stati Uniti, sebbene vi abbiano svolto un certo ruolo anche la resilienza degli investimenti privati e fattori di fiducia. In presenza di lenti aggiustamenti dei prezzi e di una politica monetaria non accomodante, la politica fiscale espansiva è stata parte integrante del meccanismo che ha condotto alla sopravvalutazione del dollaro.

Anche se altri paesi maggiori hanno adeguato la politica del tasso di interesse al fine di contrastare un rapido deprezzamento della propria moneta allorché questo è parso contribuire ad alimentare pressioni inflazionistiche, la sopravvalutazione del dollaro ed il disavanzo commerciale USA hanno nondimeno facilitato la ripresa delle altre economie. Difficilmente si può asserire che nella fase di forza del dollaro la politica monetaria negli Stati Uniti avrebbe dovuto essere allentata, allorché le spinte dal lato della domanda erano ancora forti, oppure che la politica monetaria negli altri paesi avrebbe dovuto essere inasprita allo scopo di correggere il valore di scambio del dollaro. Chiaramente non è sempre opportuno impiegare la politica monetaria per tentare di contrastare distorsioni dei tassi di cambio dovute primariamente a squilibri in altri ambiti della politica economica, come i disavanzi pubblici.

Quando le spinte inflazionistiche si sono smorzate, la politica monetaria è stata allentata, dapprima negli Stati Uniti, dove era gradualmente venuto meno l'effetto di stimolo del disavanzo federale a causa dell'ampliarsi del deficit dei pagamenti correnti, e quindi, lo scorso anno, in Giappone e in Germania, allorché l'apprezzamento esterno delle rispettive monete ha cominciato a frenare la dinamica di queste economie. Il livello raggiunto dai tassi di cambio reali e le difficoltà insite

in un cambiamento delle politiche fiscali hanno reso necessaria una modifica della politica monetaria. Tuttavia, gli scarsi progressi nella riduzione del disavanzo pubblico e del deficit dei pagamenti correnti degli Stati Uniti comportano il pericolo che aumenti ancora l'onere dell'aggiustamento addossato alla politica monetaria. La prospettiva di un'ulteriore accumulazione di attività in dollari detenute al di fuori degli Stati Uniti potrebbe mettere a prova la disponibilità dei mercati valutari ad attendere l'aggiustamento reale. La crescita dell'indebitamento dei settori privato e pubblico negli Stati Uniti (si veda il Capitolo IV) potrebbe indurre a domandarsi in che misura sarebbe consentito un aumento dei tassi di interesse allorché divenisse opportuno, per una ragione qualsiasi, un inasprimento della politica monetaria.

*Variazioni dei prezzi relativi e obiettivi di tasso di cambio.* Parimenti, può essere ben difficile contrastare unicamente con strumenti di politica monetaria le pressioni sul cambio derivanti da mutamenti strutturali di comportamento nel risparmio del settore privato, da cambiamenti nella remuneratività degli investimenti nei vari paesi o da variazioni di prezzo del petrolio e di altre materie prime in rapporto al prezzo dei prodotti industriali. Ci si può chiedere se gli effetti di tali cambiamenti sulle bilance dei pagamenti correnti e sulle posizioni patrimoniali nette sull'estero abbiano o meno imposto severi vincoli alle politiche dei paesi industriali, ma l'accettazione di variazioni reali nei tassi di cambio può facilitare il processo di aggiustamento nell'economia. Considerazioni di questo tipo hanno influenzato le politiche monetarie perseguite nel Regno Unito e in Canada, la cui posizione di esportatori netti di petrolio o di materie prime differisce da quella della maggior parte degli altri paesi industriali.

Nel Regno Unito, dove gli aggregati monetari hanno posto serie difficoltà di interpretazione, negli ultimi due anni l'osservanza di norme-guida in termini di tasso di cambio ha assunto un ruolo crescente nella politica monetaria. Tuttavia tali norme sono state corrette per tener conto dell'impatto sull'inflazione interna delle variazioni dei prezzi del petrolio. A partire dall'estate scorsa gli obiettivi impliciti di tasso di cambio paiono essere stati adeguati pragmaticamente in modo da dare maggior peso ad una riduzione del disavanzo corrente con l'estero comportato dal precedente calo dei prezzi del petrolio e ad un'azione di stimolo sulla produzione interna. Infatti, nei primi mesi del 1986 le pressioni al ribasso sul cambio sono state contrastate con un innalzamento dei tassi di interesse a breve, ma nell'estate si è consentito un sensibile deprezzamento della sterlina prima che fossero aumentati i tassi di interesse per arrestarne la discesa. In tal modo è stato realizzato un consistente miglioramento della posizione concorrenziale dell'industria britannica. Agli inizi di quest'anno un inatteso alleggerimento delle pressioni sulla finanza pubblica ha contribuito a rispingere verso l'alto il cambio della sterlina e nel marzo 1987, in concomitanza con la presentazione del nuovo bilancio di previsione, sono stati ridotti i tassi a breve. Essi sono stati ulteriormente abbassati in aprile e in maggio, allorché stavano crescendo i tassi di interesse negli Stati Uniti.

Anche in Canada l'approccio flessibile adottato dalla politica monetaria negli ultimi anni ha consentito al tasso di cambio di deprezzarsi al fine di contrastare gli effetti sulla bilancia dei pagamenti correnti del forte deterioramento delle ragioni di scambio. Tuttavia, nei primi mesi del 1986, quando il calo è parso accelerarsi, per arrestarlo sono stati necessari vigorosi interventi valutari ed un innalzamento di 4

punti dei tassi del mercato monetario. Il successivo rafforzamento del dollaro canadese ha permesso di riabbassare i tassi di interesse a breve sul mercato interno, ma fino al marzo 1987 il differenziale rispetto ai tassi USA rimaneva superiore a quello di due anni orsono. L'incremento dei prezzi al consumo ha cominciato ad accelerarsi ed il problema di evitare che l'inflazione si instaurasse nel processo di formazione dei salari e dei prezzi è stato probabilmente acuito dal diverso grado di pressione della domanda a livello regionale e dalla necessità di ampie variazioni nei prezzi relativi.

Le esperienze del Regno Unito e del Canada evidenziano le difficoltà che comporta l'osservanza di obiettivi in termini di saldo corrente con l'estero nella conduzione della politica monetaria, nonché i rischi inflazionistici che può implicare un'azione diretta a conseguire un calo del tasso di cambio reale. Evidentemente può essere assai difficile preservare la fiducia sui mercati dei cambi allorché la politica monetaria non può essere espressa né in termini di chiare norme di crescita monetaria né di espliciti obiettivi di tasso di cambio.

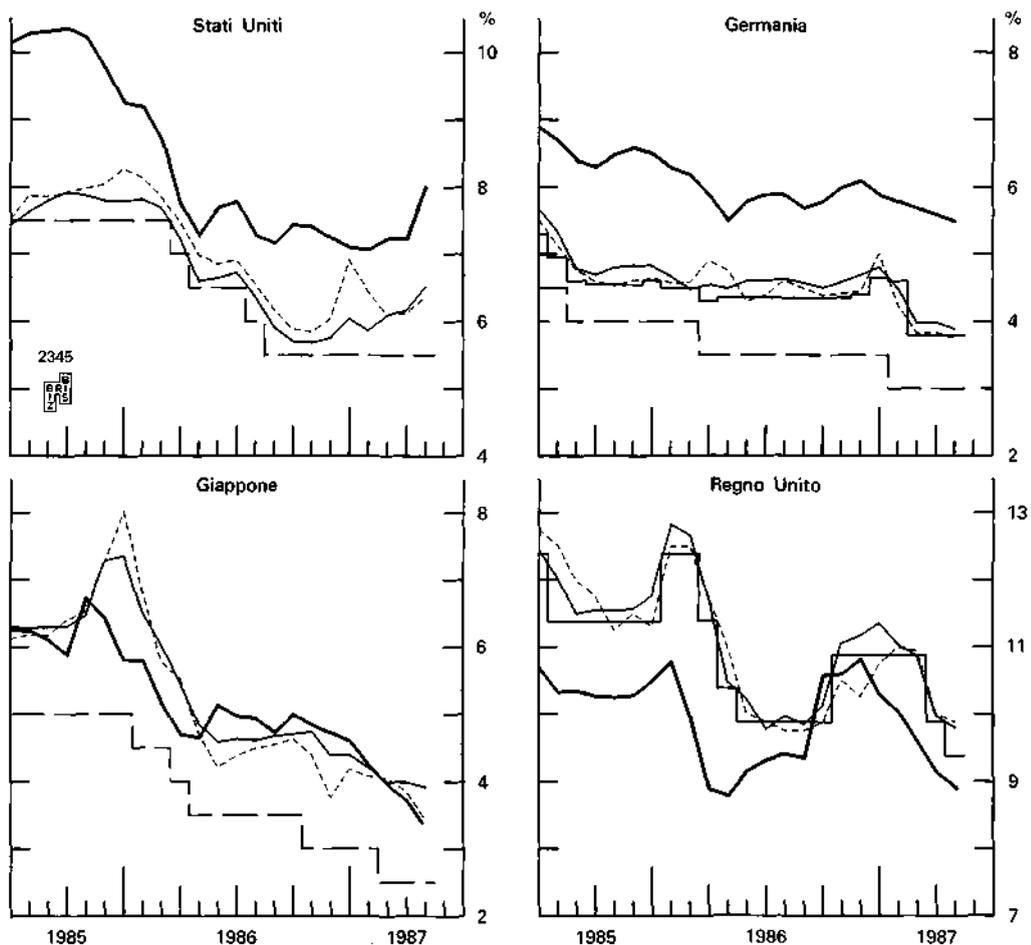
*L'interazione ed il "coordinamento" delle politiche monetarie.* Una delle conseguenze della crescente internazionalizzazione dei mercati dei capitali è il fatto che i tassi di cambio fluttuanti sono divenuti sempre più sensibili alle aspettative degli operatori economici circa le probabili ripercussioni sui tassi di cambio a breve ed a lungo termine. Ne sono risultate frequenti e brusche variazioni dei cambi in reazione alle informazioni concernenti gli sviluppi effettivi o potenziali nell'ambito delle politiche o dell'economia.

L'effetto di aspettative rivolte al futuro può essere favorevole allorché presso gli operatori del mercato vi è il convincimento che le grandezze economiche fondamentali sono appropriate. Talvolta, invece, i mercati sono parsi estrapolare gli andamenti passati in modo tale da contribuire a sospingere i tassi di cambio verso valori ben lontani dall'equilibrio. E' questo un ulteriore esempio della maggiore rapidità con cui avviene l'aggiustamento nei mercati finanziari rispetto a quelli dei beni reali, la quale tende a produrre una variazione "abnorme" dei tassi di cambio in rapporto a quelle che sono normalmente considerate le determinanti "fondamentali" dei tassi di cambio medesimi. L'adozione di esplicite politiche del cambio può talvolta contribuire a stabilizzare le aspettative e a moderare l'erraticità sui mercati valutari. Anche gli interventi da parte dei paesi maggiori possono essere efficaci nel normalizzare le aspettative per brevi periodi di tempo, specialmente se effettuati con un'azione coordinata. L'esperienza mostra tuttavia che oltre un certo livello le pressioni sui tassi di cambio possono di norma essere contrastate soltanto con l'aggiustamento delle altre politiche. In taluni casi, come quello della politica fiscale negli Stati Uniti, l'esigenza di un tale aggiustamento si pone chiaramente al momento attuale.

Negli ultimi due anni la consapevolezza dei vincoli cui soggiacciono le economie ha condotto le autorità ed i mercati a focalizzare l'attenzione, in una misura che non ha precedenti in passato, sull'interazione delle politiche attuate nei diversi paesi. L'Accordo del Plaza, concluso nel settembre 1985 dai cinque maggiori paesi, riconosceva la necessità di un deprezzamento ordinato del dollaro. Esso sanciva in particolare un mutamento rispetto all'approccio fino allora seguito dal governo USA, consistente nel lasciare la determinazione dei tassi di cambio interamente alle forze di mercato. Le opinioni circa i livelli appropriati dei rapporti

Tassi di interesse ufficiali e di mercato; 1985-87

- tasso ufficiale di sconto
- tasso sulle operazioni ufficiali di mercato<sup>1</sup>
- - - - tasso del mercato a brevissimo termine
- crediti interbancari a 3 mesi<sup>2</sup>
- rendimenti obbligazionari



<sup>1</sup> Per la Germania, operazioni temporanee in titoli della Bundesbank; per il Regno Unito, acquisti di effetti bancari a breve da parte della Banca d'Inghilterra. <sup>2</sup> Per gli Stati Uniti, certificati di deposito a tre mesi.

di cambio hanno tuttavia continuato a differire da paese a paese. Evidentemente la preoccupazione dei paesi con moneta in deprezzamento può in taluni casi non essere altrettanto forte quanto quella dei paesi che si trovano nella situazione opposta. Benché fosse riconosciuta l'opportunità di un certo sostegno mediante adeguati aggiustamenti delle politiche monetarie e fiscali, i risultati ottenuti nel ridurre il disavanzo federale USA sono stati finora limitati, mentre gli altri paesi si sono mostrati riluttanti a compromettere i progressi compiuti nel riequilibrare le finanze pubbliche. Negli Stati Uniti, dove l'enfasi della politica monetaria si è chiaramente riportata sulla gestione della domanda nel breve periodo, la questione ritenuta cruciale era quella di individuare i modi per ridurre un disavanzo corrente con l'estero potenzialmente insostenibile senza determinare un rallentamento

dell'economia. In assenza di un rapido aggiustamento della bilancia commerciale, è stata avanzata la tesi che per gli altri paesi restava l'opzione fra un'ulteriore diminuzione dei tassi di interesse a breve interni o un ulteriore deprezzamento del dollaro, anche con la possibilità di un forte *overshooting*. Alla Riserva federale non sfuggivano certo le implicazioni negative di quest'ultima evenienza sull'inflazione interna. Gli altri paesi, sebbene considerassero con favore una correzione della precedente sopravvalutazione del dollaro, dubitavano del fatto che l'aggiustamento in un paese deficitario potesse essere conseguito unicamente attraverso il tasso di cambio.

Un certo grado di coordinamento internazionale delle politiche di tasso di interesse si è espresso con la tornata di riduzioni dei tassi di sconto negli Stati Uniti, in Giappone e in Germania nel marzo 1986 e nelle ulteriori diminuzioni effettuate in sincronia negli Stati Uniti e in Giappone durante l'aprile successivo. In seguito la Riserva federale ha agito autonomamente, abbassando ancora il saggio di sconto in luglio ed agosto, fino a portarlo al 5,5%, rispetto al 7,5% del gennaio. Il rapido apprezzamento dello yen in termini di tasso di cambio reale effettivo implicava un severo aggiustamento dell'economia giapponese, e in novembre, dopo l'annuncio delle intese con gli Stati Uniti per un coordinamento delle politiche monetarie, la Banca del Giappone ha abbassato ulteriormente il proprio tasso di sconto. Nei primi mesi del 1987 si è altresì manifestato un brusco rallentamento della crescita economica in Germania sotto l'impatto delle più deboli esportazioni. Il tasso di sconto della Bundesbank, che si situava al 3,5% dal marzo 1986, è stato ridotto al 3% nel gennaio di quest'anno, dopo il riallineamento nello SME. Il tasso di sconto della Banca del Giappone, che si trovava al 5% agli inizi del 1986, è stato abbassato al minimo storico del 2,5% in febbraio, poco prima dell'incontro di Parigi dei maggiori paesi industriali.

L'Accordo del Louvre (cfr. Capitolo VII) prevede un riesame periodico degli obiettivi intermedi e degli andamenti effettivi nei paesi partecipanti e può segnare un autentico passo in avanti nella concertazione internazionale delle politiche, sebbene sia difficile valutare l'interazione degli obiettivi monetari intermedi o delle politiche fiscali dei singoli paesi. Su un piano più immediato, l'Accordo conteneva l'affermazione secondo cui le variazioni dei tassi di cambio intervenute dopo l'Accordo del Plaza avevano condotto le valute a livelli più coerenti con le grandezze economiche fondamentali, nonché il riconoscimento che ulteriori forti spostamenti nei rapporti di cambio avrebbero potuto essere pregiudizievoli per le prospettive di crescita e di aggiustamento nei maggiori paesi. In esso si affermava inoltre che nelle attuali circostanze i paesi in questione avrebbero cooperato strettamente per stabilizzare i cambi intorno ai livelli correnti. Agli inizi di maggio un'intesa raggiunta tra gli Stati Uniti e il Giappone prevedeva un ampliamento dei differenziali tra i rispettivi tassi a breve. Ad essa hanno fatto seguito aumenti dei tassi del mercato monetario negli Stati Uniti e cali in Giappone e Germania.

L'avvio di un'azione volta al coordinamento internazionale delle politiche esprime chiaramente l'intento di rendere operativi gli impegni in termini di tasso di cambio. Esso rappresenta tuttavia anche la via che maggiormente rischia di mettere a dura prova la volontà dei paesi di proseguire la cooperazione, soprattutto nella misura in cui la stabilizzazione dei tassi di cambio richiede un aggiustamento della politica monetaria che potrebbe non essere compatibile con gli obiettivi monetari di

piú lungo periodo. In passato, l'efficacia degli accordi per orientare le politiche monetarie ad obiettivi di tassi di cambio è dipesa dal mantenimento di un'elevata stabilità nel paese in posizione preminente, la quale è servita da caposaldo per l'intero sistema. Le attuali intese non comportano impegni di tassi di cambio a lungo termine. L'aggiustamento imposto dal deprezzamento del dollaro richiederà tempo, ed una maggiore stabilità nelle relazioni fra le principali monete sarebbe chiaramente vantaggiosa. Resta il problema di quali misure sarà necessario adottare per ottenerla.

### **Politiche monetarie con obiettivi espliciti di tasso di cambio**

In molti paesi la politica monetaria continua ad essere imperniata su obiettivi di tasso di cambio bilaterale o effettivo. Lo scorso anno la conduzione di tali politiche è stata resa piú difficile dalle ampie variazioni intervenute nei rapporti di cambio delle principali valute; tuttavia un certo numero di paesi si è trovato confrontato anche con problemi specificatamente interni. In ampia misura i tassi di interesse sui mercati nazionali tendono ormai a rispecchiare il vario grado di credibilità dei singoli paesi nell'osservanza dei propri obiettivi di tassi di cambio. L'esperienza fatta dai paesi che impiegano vari tipi di obiettivi o di parametri-guida in termini di tassi di cambio fa ritenere che siano infondate le speranze che una maggiore disponibilità ad accettare deprezzamenti della propria moneta aumenti in misura sostanziale l'autonomia dei tassi di interesse interni.

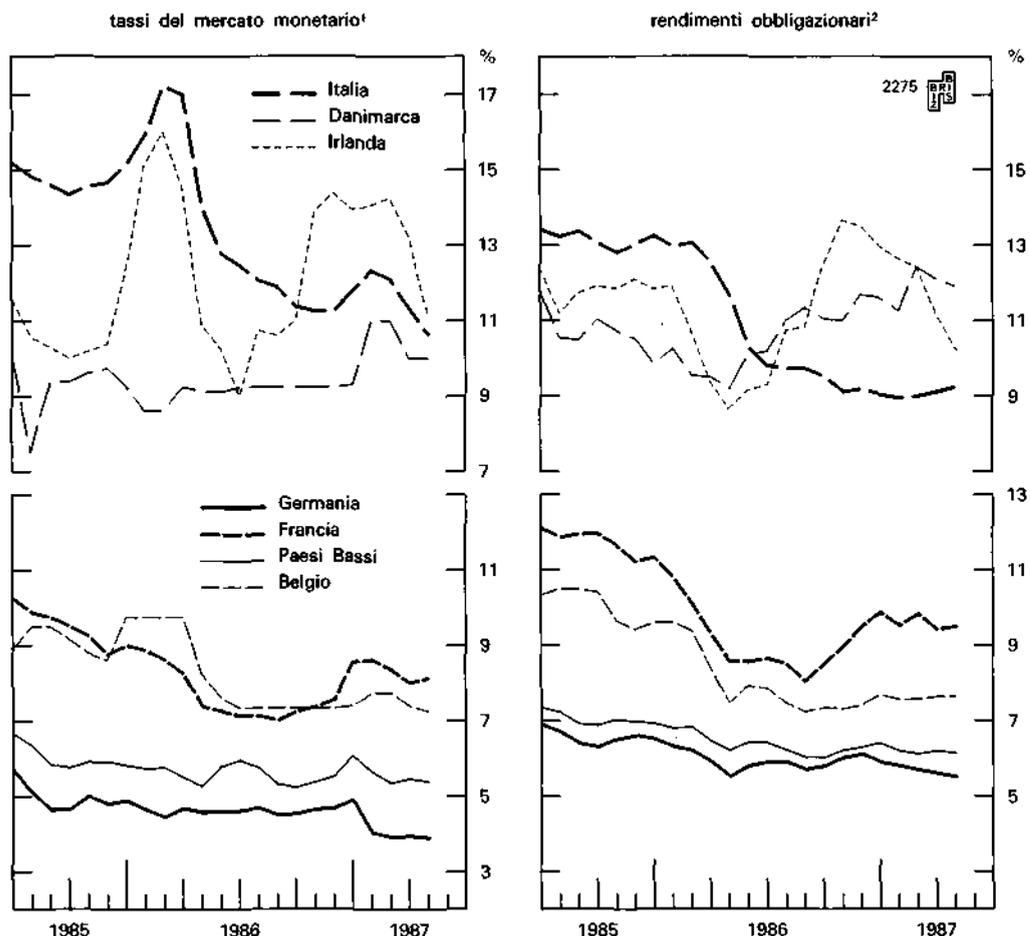
*La politica monetaria nei paesi partecipanti allo SME.* Anche se lo scorso anno si sono ulteriormente ristretti i differenziali di inflazione fra i paesi membri dello SME, in un contesto di stabilità dei cambi intracomunitari, nella seconda metà del 1986 i tassi di interesse in tali paesi hanno iniziato a divergere. D'altra parte, nonostante il generale convincimento che l'osservanza degli obiettivi di tasso di cambio rimanga la strategia piú appropriata per mantenere sotto controllo l'inflazione, le autorità monetarie di alcuni paesi sono divenute chiaramente piú riluttanti a consentire un innalzamento dei tassi di interesse nella misura necessaria a sostenere la propria moneta sul mercato dei cambi.

Nella primavera del 1986, dopo il primo aggiustamento generale delle parità ufficiali da quasi tre anni, i tassi di interesse del mercato monetario sono stati abbassati sensibilmente in Italia e Irlanda e, in minor misura, in Francia e Belgio.

Nei Paesi Bassi per un certo periodo è stato necessario innalzare i tassi a breve al fine di contrastare la debolezza del fiorino, il quale è rimasto assieme al marco al margine inferiore della fascia di oscillazione fino all'inizio dell'estate. Pur riconoscendo la necessità di impostare la politica dei tassi a breve principalmente in funzione dell'obiettivo di cambio, ci si attendeva che il massimale stabilito per la contribuzione netta del settore bancario alla creazione interna di moneta avrebbe accentuato l'inclinazione positiva della curva dei rendimenti in conseguenza dell'espansione delle passività non monetarie delle banche, che erano escluse dal limite. Di fatto però il differenziale di interesse fra Germania e Paesi Bassi è rimasto piú ristretto nel segmento a lungo termine che in quello a breve.

In Belgio la politica del tasso di interesse si è ulteriormente prefissa di realizzare un equilibrio fra l'obiettivo di preservare la fiducia nei confronti del franco belga da un lato, e quello di abbassare il costo del credito per il settore

Tassi di interesse a breve e a lungo termine nei paesi dello SME; 1985-87



<sup>1</sup>Tassi rappresentativi: per l'Italia, depositi interbancari a vista; per la Danimarca, crediti a brevissimo termine; per gli altri paesi, strumenti a tre mesi. <sup>2</sup>Tassi rappresentativi: per Germania, Francia, Italia e Danimarca, obbligazioni del settore pubblico; per gli altri paesi, obbligazioni di Stato.

privato ed il Tesoro, dall'altro. La via di compromesso seguita ha fatto sì che il franco belga rimanesse in prossimità del limite inferiore della fascia SME per gran parte dell'anno. La manovra dei tassi di interesse a breve è stata tuttavia condizionata dai deflussi di capitali a lunga scadenza indotti dal forte calo registrato nella prima parte dell'anno dai tassi di interesse a lungo termine in relazione ai rendimenti all'estero.

In Irlanda i tassi a breve erano stati decisamente aumentati prima del riallineamento dell'aprile 1986 per far sì che il mantenimento di rapporti di cambio stabili tra la sterlina irlandese e le altre monete dello SME continuasse ad esercitare una pressione sul tasso di inflazione interna relativamente alto. La situazione è divenuta però problematica allorché il marcato calo della lira sterlina rispetto alle valute dello SME in luglio ha determinato un apprezzamento del cambio effettivo della moneta irlandese. Ma infine, agli inizi di agosto, cioè soltanto pochi mesi dopo il riallineamento generale di aprile, quest'ultima veniva aggiustata verso il basso nei confronti di tutte le altre monete comunitarie. Questo inatteso deprezzamento ha

manifestamente influenzato le aspettative del mercato, e sia i tassi a breve sia quelli a lungo termine sono decisamente saliti quando, nell'autunno, la sterlina ha cominciato ad indebolirsi nuovamente rispetto alle altre valute europee.

In Danimarca, dove lo scorso anno sono stati adottati provvedimenti fiscali per frenare la rapida espansione dei consumi privati, i tassi di interesse a breve hanno subito soltanto limitati ritocchi di fronte alla debolezza della corona. La deludente mancanza di progressi nel ridurre il disavanzo corrente con l'estero pare avere intaccato la credibilità della politica di tasso di cambio stabile e di conseguenza nella seconda parte dell'anno i tassi di interesse a lungo termine si sono mossi leggermente verso l'alto.

Verso la fine del 1986 l'ulteriore caduta del dollaro sui mercati valutari e le incertezze politiche in alcuni paesi europei hanno alimentato le aspettative di un nuovo allineamento delle parità nello SME. Il mercato pare altresì aver avvertito talune differenze nell'atteggiamento dei vari paesi circa il ruolo degli obiettivi in termini di aggregati monetari in un contesto di bassa inflazione. E' divenuto chiaro che era venuta meno la praticabilità degli strumenti di controllo dei cambi usati in precedenza per scoraggiare la costituzione di posizioni speculative. In Francia, in particolare, i tassi di interesse interni si mostravano più esposti che in passato alle pressioni sul cambio. Nella prima parte del gennaio 1987 in molti paesi sono stati innalzati i tassi a breve; ciononostante si sono resi necessari massicci interventi sui mercati valutari per mantenere i tassi di cambio entro i margini della fascia di oscillazione.

In Francia, dove i tassi di interesse a breve erano rimasti elevati in relazione al livello di inflazione, né la situazione economica interna, né il conseguimento degli obiettivi monetari sembravano richiedere, alla fine dell'anno, un innalzamento dei tassi di interesse. Tuttavia, i rendimenti obbligazionari erano andati progressivamente salendo a partire da settembre e, nonostante fosse consentito al franco di scendere al limite inferiore della banda di oscillazione dello SME, i tassi di interesse del mercato monetario hanno dovuto infine essere aumentati.

In Italia, per contro, lo scorso anno è apparso opportuno innalzare i tassi di interesse a breve al fine di contenere l'espansione del credito al settore privato e della quantità di moneta. L'Italia si è altresì avvalsa maggiormente della flessibilità consentitale all'interno dello SME, ed i tassi di interesse a lungo termine sono rimasti particolarmente stabili in dicembre e gennaio.

In concomitanza con il nuovo riallineamento generale di gennaio, in Germania sono stati ridotti i tassi di interesse del mercato monetario. Il susseguente riflusso di fondi è stato inferiore a quello avutosi in occasione dei precedenti riallineamenti, e in marzo i tassi a breve in Francia e in Danimarca permanevano più elevati che nell'autunno 1986. In Italia, d'altro canto, gli afflussi di capitali hanno esercitato per un certo periodo una pressione al ribasso sui tassi di interesse a breve.

*Gli obiettivi di tasso di cambio effettivo nella conduzione della politica monetaria.* Negli ultimi anni la politica monetaria in tre dei paesi scandinavi è stata basata su obiettivi di cambio espressi in termini di indice di cambio effettivo nominale. Nei primi anni settanta Norvegia e Svezia avevano partecipato al meccanismo del "serpente" monetario con diversi altri paesi dell'Europa centrale, mentre la Finlandia aveva adottato come obiettivo non ufficiale un indice di cambio

effettivo. In parte a causa del fatto che una politica di "moneta forte" era ritenuta non compatibile con considerazioni di ordine interno, nel 1977 la Svezia uscì dal "serpente" ed adottò un obiettivo di cambio effettivo; un passo analogo fu compiuto dalla Norvegia nel 1978.

La Norvegia aveva consentito alla propria moneta di apprezzarsi di oltre il 15% in termini effettivi fra il 1973 e gli inizi del 1977. L'effetto limitato sul tasso di inflazione interna indebolì la competitività dell'industria manifatturiera, ma la bilancia dei pagamenti poté beneficiare dei rincari del petrolio. La Finlandia cercò di evitare le perdite di concorrenzialità con periodici aggiustamenti verso il basso della propria moneta, dando così spazio ad un tasso di inflazione interna relativamente elevato. Negli ultimi anni settanta ed agli inizi di questo decennio si ebbero ripetute svalutazioni in tutti e tre i paesi, fra le quali la più rilevante fu quella subita dalla corona svedese nel 1982. Benché fossero posti in atto programmi di stabilizzazione, nei paesi in parola divenne palese che i miglioramenti in termini di competitività potevano essere rapidamente erosi dall'inflazione interna. Nonostante i massimali sul credito e le restrizioni valutarie, i vincoli posti ai tassi di interesse dovettero essere allentati e le aspettative inflazionistiche finirono per tradursi in elevati tassi di interesse a lungo termine. In tutti e tre i paesi le autorità dovettero infine riconoscere l'esigenza di politiche del cambio più ferme.

In Svezia l'attuale politica dei tassi di interesse regolata in funzione dei flussi monetari esterni mira a determinare movimenti di capitali privati tali da controbilanciare gli squilibri dei pagamenti correnti. Dopo l'abbandono dei massimali sul credito verso la fine del 1985 ed in presenza di un rapido calo dei tassi di interesse, nel 1986 la quantità di moneta in senso lato è aumentata dell'11%, mentre gli impieghi delle istituzioni finanziarie si sono espansi di quasi il 25%. I tassi a brevissimo termine, che erano scesi dalla punta massima del 16% nel 1985 all'8,5% nell'ottobre dello scorso anno, agli inizi del 1987 e in marzo si sono riportati al disopra del 12%. A quell'epoca i rendimenti dei titoli di Stato si situavano ad oltre l'11%, ossia ad un livello pressoché uguale a quello di un anno prima.

In Norvegia le autorità hanno cercato di contrastare le pressioni al ribasso sulla corona seguite alla flessione dei prezzi del petrolio nei primi mesi del 1986 con massicci interventi sul mercato dei cambi ed un sensibile inasprimento della politica monetaria. Il tasso marginale sui crediti di rifinanziamento della Banca di Norvegia aveva raggiunto il 50% nella prima settimana di maggio poco prima che la corona norvegese fosse svalutata. Le nuove tensioni valutarie in dicembre hanno potuto essere contrastate con un innalzamento assai più modesto dei tassi del mercato monetario ma, in un contesto caratterizzato da una forte domanda di consumi, da marcati aumenti dei salari nominali e da un peggioramento della bilancia dei pagamenti correnti, nel febbraio 1987 il tasso sui crediti *overnight* della banca centrale si situava di poco al disotto del 14%.

In Finlandia la manovra di abbassamento progressivo dei tassi di interesse a breve dal livello del 17,5% toccato agli inizi del 1984 ha subito un'interruzione nella primavera del 1986 in seguito ad un lieve deprezzamento del marco entro i margini pubblicati, dopo la svalutazione della corona norvegese. Al fine di salvaguardare le riserve valutarie ufficiali, nel corso dell'estate il tasso di interesse sui crediti a vista erogati dalla Banca di Finlandia è stato innalzato d'un solo colpo al 40%. Nuove

pressioni esterne, di minore intensità, si sono avute nell'ultima parte del 1986 ed agli inizi del 1987 e, dato il migliore clima di fiducia, nel marzo 1987 il tasso ufficiale sul denaro a vista è stato ridotto fino all'11,5%, ossia ad un livello superiore di un punto percentuale a quello di un anno prima.

Occorrerà indubbiamente tempo affinché si stabilisca la credibilità degli obiettivi di tasso di cambio. L'inflazione nei tre paesi scandinavi si mantiene ancora a livelli relativamente alti. L'esperienza indica inoltre che persino l'utilizzo dei margini di flessibilità disponibili nel quadro delle strategie basate sugli indici di tasso di cambio — ad esempio per una semplice modifica dei pesi — può talvolta accrescere l'incertezza sui mercati valutari.

*La combinazione di obiettivi monetari quantitativi con obiettivi di tasso di cambio.* La crescente incidenza dei vincoli esterni sulle politiche del tasso di interesse pone la questione della misura in cui il perseguimento di obiettivi in termini di aggregati monetari e creditizi è praticabile ed utile nei paesi che adottano obiettivi espliciti di tasso di cambio. In passato i paesi minori hanno potuto utilizzare gli obiettivi di cambio come base di ancoraggio della politica monetaria, in virtù del grado relativamente elevato di stabilità raggiunto nelle economie maggiori, dove la politica monetaria era orientata ad altri obiettivi intermedi, e segnatamente al controllo della quantità di moneta. Tuttavia, anche nelle piccole economie aperte, dove l'andamento dei prezzi e dei salari è fortemente influenzato dai prezzi dell'interscambio con l'estero e dove i mercati finanziari presentano parimenti un notevole grado di apertura, talune norme monetarie di tipo quantitativo possono rivelarsi utili, in particolare laddove l'andamento della finanza pubblica è insoddisfacente. Negli ultimi anni nei Paesi Bassi sono stati concordati, fra il Tesoro e la banca centrale, determinati limiti per il finanziamento in base monetaria del fabbisogno statale. In passato gli ampi deficit di bilancio in Svezia e in Belgio sono stati associati a disavanzi esterni di parte corrente o nei movimenti di capitali privati, nonché al ricorso su vasta scala all'indebitamento esterno in valuta da parte del governo. In Svezia attualmente la politica monetaria è sorretta dall'impegno dello Stato ad evitare tali forme di indebitamento. In Belgio la Banca Nazionale ha fatto uso talvolta di parametri-guida in termini di riserve ufficiali in valuta per giudicare l'adeguatezza dell'equilibrio fra finanziamento interno ed esterno del fabbisogno pubblico.

Specie nei paesi maggiori con politiche monetarie orientate al tasso di cambio, l'impiego di obiettivi intermedi in termini di aggregati monetari può apparire utile per influenzare la formazione dei prezzi e dei salari. Nella misura in cui i mercati finanziari interni sono isolati da quelli degli altri paesi mediante restrizioni valutarie, gli obiettivi di espansione creditizia possono contribuire a mantenere la politica monetaria lungo il corso prestabilito nel medio periodo, anche se può rendersi necessaria l'imposizione di massimali al credito o di speciali obblighi di riserva. In Italia i massimali sugli impieghi bancari in lire in passato hanno anche contribuito ad attrarre fondi dall'estero; in Francia gli obiettivi di espansione monetaria hanno accresciuto la credibilità degli obiettivi di tasso di cambio. In ambedue i paesi sono stati di recente allentati i vincoli sui movimenti di capitali con l'estero, e permane alquanto incerto l'impatto che avrà la prevista ulteriore liberalizzazione sulla possibilità di conseguire simultaneamente gli obiettivi monetari interni e di tasso di cambio. La direttrice di espansione monetaria in vigore nei Paesi Bassi (cfr. pagina 141) potrebbe essere elusa, in linea di principio, dalla raccolta di fondi all'estero

oppure sul mercato monetario aperto da parte degli operatori non bancari, ma le autorità ritengono che i mercati interni siano abbastanza isolati da garantire per un certo periodo l'efficacia delle restrizioni monetarie.

La Svizzera costituisce un esempio interessante di paese minore che ha scelto di perseguire autonomamente un obiettivo sotto forma di aggregato monetario. Tale obiettivo si applica a valori medi annui e permette scostamenti di breve periodo. Di fatto, date le ripetute esperienze di sopravvalutazione del franco svizzero, da alcuni anni le autorità vigilano altresì attentamente sull'evoluzione del tasso di cambio. Comunque, il fatto che su un arco di tempo prolungato il franco svizzero sia stata la sola moneta europea ad apprezzarsi nei confronti del marco ha contribuito a mantenere i tassi di interesse in Svizzera a livelli inferiori a quelli del mercato tedesco.

*La politica monetaria e la crescente apertura dei mercati finanziari.* La consapevolezza che l'ulteriore liberalizzazione dei movimenti di capitali con l'estero cui si sono impegnati i paesi della CEE accrescerà i vincoli esterni posti al governo della moneta ha indotto a postulare una maggiore flessibilità e coordinazione delle politiche nei paesi membri. L'impatto della liberalizzazione è ancora più difficile da prevedere a causa della possibilità di una ricomposizione dei portafogli nei paesi in cui sono da lungo tempo in vigore restrizioni valutarie ed a causa della dimensione relativamente importante di questi paesi. Fino ad oggi soltanto uno fra i paesi maggiori dello SME, la Germania, ha liberalizzato i movimenti di capitali con l'estero, ed è difficile valutare in che misura ciò ha condizionato l'operatività del sistema.

Durante le negoziazioni che hanno preceduto il riallineamento del gennaio 1987 in seno allo SME i partecipanti hanno concordato di esaminare l'adozione di modifiche al funzionamento del sistema. Una delle proposte prevede di rendere disponibile per il finanziamento di interventi intramarginali il meccanismo di credito a breve termine creato con l'istituzione dello SME, al fine di consentire alle autorità monetarie di contrastare più vigorosamente le pressioni speculative al loro primo insorgere. Vi è il rischio che ciò favorisca ampi movimenti di capitali e renda più difficoltoso il governo della liquidità bancaria nelle singole economie. L'esperienza fatta da alcuni paesi, in particolare dai Paesi Bassi, ha mostrato che quando le pressioni sul cambio sono affrontate aggiustando prontamente i tassi di interesse a breve ed evitando il deprezzamento della propria moneta, la speculazione viene scoraggiata. I paesi potrebbero altresì fare maggiore uso dei margini di fluttuazioni disponibili, allo scopo di esporre gli speculatori al rischio di movimenti bidirezionali dei tassi di cambio. La flessibilità potrebbe anche essere accresciuta con un ampliamento dei margini stessi o con più tempestivi e frequenti adattamenti dei tassi centrali.

Una siffatta maggiore flessibilità dovrebbe essere primariamente diretta ad ovviare al problema degli aggiustamenti saltuari e in certa misura prevedibili, decisi sulla base di considerazioni politiche, che hanno costituito un importante fattore di perturbazione nel sistema. Quando gli aggiustamenti delle parità non sono effettuati prontamente, gli effetti monetari distorsivi prodotti dagli interventi sul mercato valutario vanno soppesati in rapporto agli effetti conseguenti alla correzione dei tassi di interesse a breve necessaria per salvaguardare il rapporto di cambio esistente. La via scelta si ripercuote naturalmente sulla ripartizione degli oneri fra i paesi membri.

Si è sostenuto che la prospettiva di un'ulteriore liberalizzazione dei movimenti di capitali nella CEE comporta l'esigenza di una maggiore coordinazione delle politiche monetarie fra i paesi aderenti allo SME. Gran parte del dibattito teorico parte dall'assunto di una zona di tassi di cambio permanentemente fissi, il che non corrisponde alla finalità dell'attuale accordo di cambio. Anche se resta difficile valutare appieno le implicazioni della liberalizzazione dei movimenti di capitali, si può comunque prevedere che essa accresca la reattività dei flussi di fondi alle aspettative di interesse e di cambio. In pratica, nel breve periodo potrebbe non esservi altra alternativa ai metodi impliciti di coordinamento delle politiche monetarie sviluppatasi nel corso degli anni. Sebbene vi sia un certo margine per contrastare le perturbazioni valutarie attraverso un aggiustamento più flessibile dei tassi di interesse e attraverso procedure di consultazione, queste ultime potrebbero non far altro che evidenziare le disparità di vedute fra i paesi circa il livello appropriato dei tassi di interesse. Ci si può domandare se potrà essere preservata la maggiore convergenza dei tassi di inflazione realizzata negli ultimi anni, e in alcuni paesi membri resta ancora molta strada da fare verso l'obiettivo di un riequilibrio della finanza pubblica.

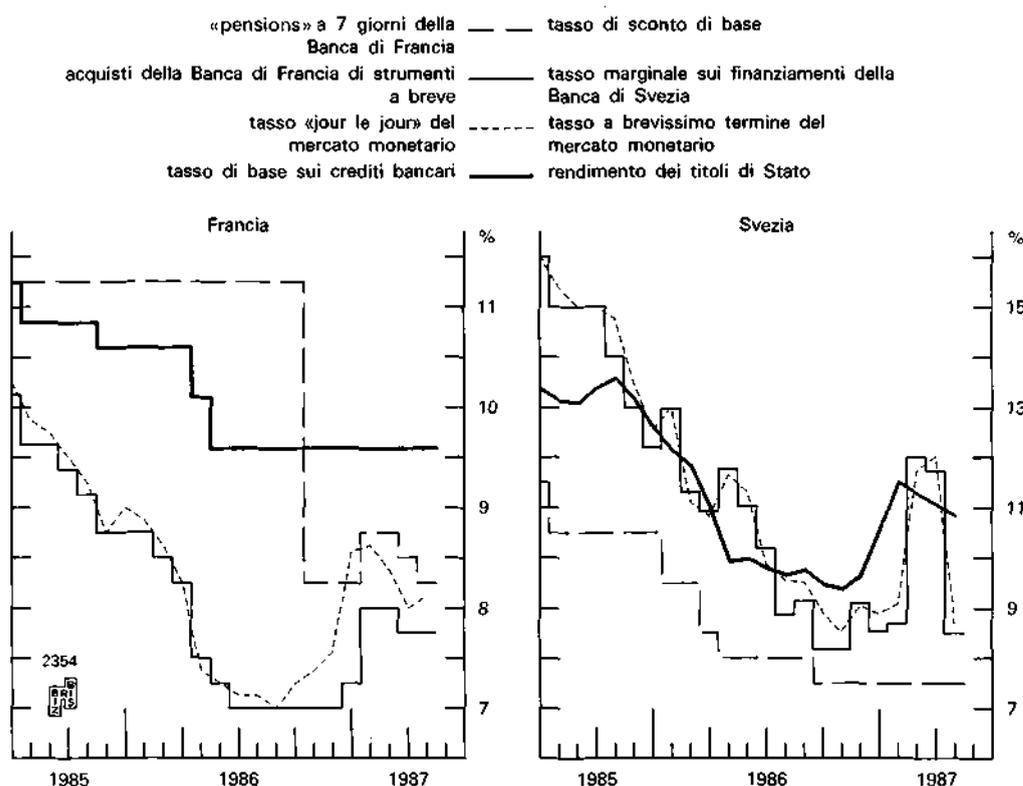
In Svezia, Norvegia e Finlandia le transazioni finanziarie con l'estero restano assoggettate ad un'estesa rete di vincoli. Per il momento è previsto di mantenere talune restrizioni valutarie, e in particolare quelle dirette a contenere le operazioni a breve in moneta nazionale di operatori non residenti. Vi è comunque la consapevolezza che tali vincoli sono probabilmente destinati a perdere di efficacia nel preservare l'autonomia della politica monetaria con lo svilupparsi dei mercati.

#### La gestione del mercato monetario ed i vincoli esterni

Negli ultimi anni gli strumenti e le procedure che le banche centrali applicano al fine di conseguire gli obiettivi intermedi di crescita monetaria sono stati resi più duttili ed hanno agito maggiormente attraverso i meccanismi di mercato. In molti casi sono stati abbandonati i controlli diretti sull'erogazione del credito o sui tassi di interesse, si è fatto più importante l'influsso sui tassi di interesse esercitato con operazioni sul mercato monetario, e queste sono divenute più flessibili. Al tempo stesso ci si è sforzati di adeguare le modalità operative di taluni strumenti, come gli obblighi di riserva, al fine di proteggere determinate categorie di tassi di interesse interni dalle pressioni esogene. Le due tendenze non sono disgiunte l'una dall'altra. L'abolizione dei vincoli diretti posti ai movimenti di capitali con l'estero e la crescente integrazione dei mercati finanziari nazionali ed esteri non soltanto hanno reso meno efficaci gli strumenti di controllo diretto all'interno, ma hanno altresì ridotto l'autonomia dei singoli paesi relativamente ai tassi di interesse.

*Cambiamenti nello strumentario della politica monetaria.* Nella Relazione annuale dello scorso anno sono stati descritti i cambiamenti che hanno ampliato il ruolo delle operazioni di mercato nella conduzione della politica monetaria e che hanno accresciuto la flessibilità di tali operazioni in quasi tutti i paesi industriali. Da allora sono intervenuti ulteriori importanti cambiamenti in Francia, Svezia e Finlandia, mentre in altri paesi le banche centrali hanno continuato a perfezionare gli strumenti a propria disposizione, adeguandoli all'esigenza di operare nel contesto di vincoli esterni sempre più stringenti.

Tassi di interesse rappresentativi in Francia e in Svezia; 1985-87



In Francia agli inizi del 1987 sono stati aboliti i controlli diretti sull'espansione degli impieghi bancari, che sotto varie forme erano in vigore dal 1974. Lo scorso anno le restrizioni erano servite soltanto da "rete di sicurezza" e l'espansione del credito era rimasta ben entro i limiti. Il conseguimento degli obiettivi di crescita degli aggregati monetari dipende ora dall'influsso esercitato dalle autorità sui tassi di interesse del mercato monetario anziché dai massimali al credito. In pratica, le autorità continueranno ad operare principalmente sul mercato interbancario, anche se potranno aver luogo acquisti o vendite ufficiali nei mercati degli strumenti negoziabili a breve o delle obbligazioni.

Nel dicembre 1986 è stato abbandonato il *fixing* quotidiano del mattino sul mercato monetario, al fine di consentire al tasso *jour le jour* di oscillare più liberamente nel corso della giornata, e per incentivare lo sviluppo delle negoziazioni a termine. Al tempo stesso è stata ampliata la cerchia degli operatori con cui la Banca di Francia è disposta a trattare - in precedenza limitata agli istituti di sconto - includendovi le istituzioni creditizie.

Come già in passato, la Banca di Francia erogherà base monetaria al sistema principalmente sollecitando periodicamente le controparti a sottoporre offerte per la cessione di titoli di Stato o privati in scadenza entro un dato periodo di tempo. Dati gli importi ed i tassi di interesse specificati nelle offerte, la Banca di Francia fisserà un tasso di interesse in funzione dell'ammontare di riserve che desidera fornire ed applicherà tale tasso a tutte le offerte accettate. In epoca successiva verrà presa in considerazione la possibilità di introdurre un'asta di tipo "olandese" (in cui le singole offerte sono accettate ai prezzi proposti). Normalmente il tasso scelto

funzionerà da limite inferiore per le fluttuazioni del tasso del mercato a brevissimo termine. La soglia superiore sarà di norma stabilita con la riattivazione del rifinanziamento sotto forma di anticipazione garantita a sette giorni utilizzabile ad iniziativa delle banche.

Al tempo stesso è stato annunciato il passaggio ad un assolvimento semidifferito dell'obbligo di riserva, con l'abbandono di quello contestuale. Inoltre, è stato ridotto da tre mesi a un mese il periodo assunto per il computo della media delle consistenze; questo verrà a sovrapporsi di due settimane al periodo di vincolo a riserva allorché il sistema sarà pienamente operativo. Al fine di controbilanciare l'impatto sulla liquidità bancaria prodotto dalla soppressione dell'obbligo di riserva penalizzatore per gli sconfinamenti nell'erogazione di credito, sono stati aumentati i coefficienti applicati ai depositi.

In Svezia le nuove procedure stabilite per il mercato monetario comprendono una scaletta di tassi per il rifinanziamento presso la banca centrale, graduata in base all'entità delle risorse assunte a prestito da ciascuna banca in rapporto al capitale proprio. Tale modifica ha innescato lo scorso anno lo sviluppo di un attivo mercato interbancario a brevissimo termine a tassi di interesse che possono essere influenzati in modo flessibile variando il fabbisogno di liquidità del sistema bancario attraverso le operazioni della banca centrale in titoli di Stato a breve scadenza. L'attività di arbitraggio assicura che il costo per i prenditori marginali determini il tasso di interesse del denaro a brevissimo termine.

In Finlandia la fissazione, agli inizi del 1986, di un differenziale fra i tassi di interesse applicati per i finanziamenti a vista della banca centrale e quelli sui depositi aveva aperto la via allo sviluppo di un mercato interbancario a brevissimo termine nel quale i tassi di interesse potevano fluttuare entro un intervallo ristretto. In dicembre il margine è stato ampliato e, al fine di promuovere la creazione di un mercato monetario a termine in cui i tassi di interesse fossero soggetti all'influsso ufficiale, la Banca di Finlandia ha offerto alle banche un nuovo schema di rifinanziamento a tre mesi. Agli inizi del 1987 è stata altresì data la possibilità di costituire depositi a tre mesi presso la banca centrale e, allo scopo di incoraggiare lo sviluppo di un mercato monetario aperto, la Banca di Finlandia ha avviato le contrattazioni in certificati di deposito emessi dalle banche.

*Strumenti specificamente finalizzati a contemperare gli obiettivi interni ed esterni.* Le procedure flessibili che consentono ai tassi del mercato monetario una variabilità maggiore di quella dei tassi ufficiali sono state in larga misura concepite al fine di rendere più agevole l'azione delle banche centrali per fronteggiare le perturbazioni esterne. Inoltre, molte banche centrali hanno cercato di utilizzare la restante insurrogabilità di talune categorie di strumenti finanziari manovrando gli obblighi di riserva in modo da distaccare i tassi sui crediti bancari dai tassi del mercato monetario chiamati a reagire alle sollecitazioni dei mercati valutari.

In Francia i coefficienti di riserva a fronte dei depositi sono stati innalzati in due riprese nei primi mesi del 1986, allo scopo di limitare l'impatto sui costi medi della raccolta bancaria, e quindi degli impieghi, prodotto dalle riduzioni dei tassi sulle operazioni ufficiali di mercato aperto. In Svezia la riserva obbligatoria infruttifera di liquidità del 3% introdotta verso la fine del 1985 potrebbe in linea di principio essere utilizzata in modo analogo. In Danimarca la regolazione del credito

bancario era stata sostituita nel 1985 da una prescrizione in base alla quale le banche sono tenute a collocare su un conto speciale presso la Banca Nazionale il 20% dell'incremento nei depositi della clientela eccedente un massimale convenuto. Nella primavera dello scorso anno, per contenere la rapida espansione delle passività bancarie la remunerazione sul deposito speciale è stata abbassata ad un livello inferiore di ben 5 punti ai rendimenti del mercato. Di conseguenza, le aziende di credito sono state meno disposte ad accettare ampi depositi per finanziare investimenti in obbligazioni. La penalizzazione è stata in seguito abrogata; tuttavia, allorché il ritmo di crescita dei crediti bancari è divenuto fonte di preoccupazione, il criterio-guida stabilito per l'espansione dei depositi, che era già stato abbassato dal 14 al 9%, è stato ulteriormente ridotto al 7% per il periodo febbraio-giugno 1987. Per quanto riguarda i Paesi Bassi, si può osservare che una delle considerazioni che hanno indotto le autorità a fissare determinate direttrici per l'espansione del credito è stata la convinzione che un'eventuale azione diretta a controllare gli impieghi mediante l'imposizione di coefficienti di riserva obbligatoria aventi un impatto diretto sui costi bancari e sui tassi attivi avrebbe probabilmente incoraggiato pratiche elusive.

In Italia gli afflussi di capitali agli inizi del 1987 sono parsi costituire una risposta del mercato — tipica dei periodi immediatamente successivi ad un riallineamento nello SME — ai differenziali di interesse non coperti rispetto alle altre monete del Sistema. In marzo, allorché è stato abbassato il tasso ufficiale di sconto, l'incremento delle passività nette sull'estero delle banche italiane è stato assoggettato ad un obbligo di riserva del 25%, da assolversi con la costituzione di depositi in lire presso la Banca d'Italia. Il provvedimento mirava ad incoraggiare un calo dei tassi di interesse sui depositi di residenti ed un aumento di talune categorie di tassi attivi, il che avrebbe contribuito a contenere la rapida crescita del credito al settore non statale. In Spagna l'afflusso di fondi successivo alla svalutazione della peseta nei confronti delle monete dello SME agli inizi del 1987 si è posto in conflitto con la necessità di comprimere l'eccessiva espansione monetaria. In marzo è stato introdotto un obbligo di riserva del 19% sull'incremento delle disponibilità convertibili in pesetas detenute dai non residenti presso le banche. In aprile tale coefficiente è stato portato al 19,5%, applicandolo sia alla consistenza in essere di tali depositi sia agli incrementi delle passività nette in valuta delle banche.

Sebbene provvedimenti di questo tipo possano essere utili in talune circostanze, vi sono dei limiti quanto ai risultati che da essi ci si possono attendere data la sempre maggiore integrazione dei mercati.

*L'influsso dei vincoli esterni sull'impiego degli strumenti.* Lo scorso anno molti paesi hanno continuato a fare uso di strumenti flessibili per contrastare le perturbazioni nell'offerta di liquidità bancaria dovute, in particolare, agli interventi sui mercati dei cambi. Tuttavia, dato il modo in cui i vincoli di tasso di cambio si sono trovati in conflitto con le esigenze di ordine interno, i paesi maggiori hanno fatto un uso limitato delle possibilità di influenzare in modo flessibile i tassi di interesse del mercato monetario offerte dalle procedure stabilite negli anni recenti. Essi hanno peraltro fatto maggiormente ricorso a tale tipo di flessibilità nei primi mesi del 1987.

Negli Stati Uniti lo scorso anno la Riserva federale ha assecondato il fabbisogno di riserve bancarie ed il tasso sui *federal funds* è calato in stretta

sincronia con il saggio ufficiale di sconto. Agli inizi del 1987 un consolidamento dei tassi del mercato monetario, che può aver rispecchiato un aumento della domanda di riserve libere da parte delle banche, non è stato prontamente contrastato. In aprile il Presidente del Consiglio della Riserva federale ha osservato che l'evoluzione del tasso di cambio del dollaro avrebbe potuto diventare un fattore influente sull'approvvigionamento di riserve bancarie.

In Giappone gli interventi ufficiali sui mercati dei cambi, anche se di vaste dimensioni, hanno avuto un impatto sulle riserve bancarie decisamente inferiore a quello esercitato dagli andamenti stagionali della posizione finanziaria sull'interno del Tesoro. Agli inizi del 1986 è stato decisamente abbassato il tasso del denaro a vista, che successivamente è rimasto su livelli assai prossimi al tasso ufficiale di sconto. Nondimeno la Banca del Giappone ha continuato a fare uso di strumenti flessibili, come gli acquisti di buoni del Tesoro e di certificati di deposito e le vendite di effetti tratti su se stessa, al fine di sollecitare la reazione dei tassi del mercato alle mutevoli pressioni cui era sottoposto lo yen sui mercati valutari.

In Germania la Bundesbank ha continuato ad utilizzare procedure di intervento flessibili, fra cui gli *swaps* di valute, per regolare la liquidità bancaria, ricorrendo però fra marzo e novembre ad operazioni temporanee a tasso fisso per contribuire a stabilizzare i tassi del mercato monetario. Il passaggio a procedure con offerte a tasso di interesse minimo ha consentito un certo innalzamento stagionale del tasso sul denaro a brevissimo termine nell'ultima parte dell'anno, mentre nel gennaio 1987 l'impiego di operazioni a tasso fisso ha contribuito a stabilire un più basso livello dei tassi del mercato. In assenza di un forte riflusso di fondi all'estero, si è fatto ricorso ad aumenti dei coefficienti di riserva obbligatoria e ad una riduzione del contingente di sconto delle banche al fine di assorbire gran parte dell'impatto esercitato sulle riserve bancarie dagli interventi sul mercato valutario compiuti in gennaio, in modo da ristabilire condizioni che consentissero ulteriormente di guidare i tassi di interesse del mercato mediante i saggi applicati alle operazioni temporanee in titoli effettuate dalla Bundesbank. La riduzione, da due giorni ad un giorno soltanto, del termine richiesto per la conclusione delle operazioni temporanee, annunciata in aprile, è destinata ad accrescere ancora la flessibilità di questa tecnica, che nel mese successivo è stata applicata per guidare ulteriormente al ribasso i tassi del mercato monetario.

In Francia, nel quadro dei nuovi strumenti operativi, il tasso *au jour le jour* è stato gradatamente sospinto verso il basso nei primi mesi del 1986 in presenza di tassi di inflazione calanti e, in generale, di una solida posizione verso l'estero. Nell'ultima parte dell'anno, allorché è emersa una situazione di conflitto fra le esigenze sul piano interno ed esterno, si è reso infine necessario un innalzamento dei tassi delle operazioni ufficiali. Nel Regno Unito sono state utilizzate tattiche inconsuete per differire e limitare la risposta dei tassi di interesse richiesta per arrestare il deprezzamento della sterlina durante l'autunno, fra cui l'erogazione di credito al mercato da parte della banca centrale e la decisione di astenersi dall'emettere buoni del Tesoro con procedura d'asta per non convalidare l'ascesa dei tassi sul mercato monetario a termine.

In Italia il tasso di interesse nel mercato relativamente nuovo dei fondi *overnight* ha continuato a muoversi in stretta dipendenza dai tassi applicati alle operazioni temporanee della banca centrale. La lenta reazione dei rendimenti dei

buoni del Tesoro ha reso talvolta difficoltoso il controllo delle riserve bancarie. In Belgio, nel quadro delle procedure introdotte nel 1985, il saggio ufficiale di sconto è rimasto al disopra dei tassi sui titoli di Stato a breve (ed è stato aggiustato in relazione a quest'ultimo), benché si siano avute soltanto lievi variazioni verso la fine dell'anno. Nei Paesi Bassi la riduzione del saggio ufficiale di sconto nel marzo 1986 è stata sincronizzata con quella decisa in Germania. Le pressioni sul fiorino nel corso dell'estate sono state contrastate aumentando il tasso sui crediti speciali erogati dalla Nederlandsche Bank e imponendo una maggiorazione di interesse sul rifinanziamento delle banche eccedente il contingente di base. Il saggio ufficiale di sconto e il tasso sulle anticipazioni garantite sono però rimasti invariati agli inizi del 1987, allorché la riduzione decisa dalla Bundesbank è stata seguita da provvedimenti analoghi in Svizzera, Austria, Italia, Belgio e Portogallo; tuttavia a maggio il tasso applicato ai rifinanziamenti speciali era sceso quasi al livello del saggio delle anticipazioni su titoli.

*I vincoli esterni e l'efficacia della politica del tasso di interesse.* Benché le autorità monetarie conservino la capacità di controllare i tassi di interesse sul mercato monetario, lo scorso anno i vincoli esterni hanno limitato la possibilità di perseguire autonome politiche di tasso di interesse a breve. I paesi con politiche monetarie esplicitamente orientate al tasso di cambio sono da tempo consapevoli che le perturbazioni valutarie possono richiedere talvolta l'accettazione di temporanei movimenti indesiderati dei tassi di interesse a breve. Una certa mancanza di credibilità della politica del cambio può comportare anche tassi relativamente elevati per più lunghi periodi. In linea di principio i tassi di cambio fluttuanti dovrebbero consentire ai paesi di utilizzare la politica monetaria per controllare l'inflazione ed i tassi di interesse mediante l'accettazione di variazioni dei tassi di cambio nominali. Tuttavia la lentezza con cui reagiscono i prezzi interni implica di fatto che le variazioni dei tassi di interesse nominali spesso si traducono in variazioni dei tassi reali, che a loro volta danno luogo a considerevoli movimenti dei tassi di cambio reali. Lo scorso anno, in presenza di rapidi spostamenti di questi ultimi, nei paesi maggiori si è fatta pressante l'esigenza di tenere conto, nella formulazione delle politiche del tasso di interesse a breve, delle conseguenze sfavorevoli sulle prospettive di crescita economica e di inflazione.

I vincoli gravanti sulla politica monetaria appaiono tanto più evidenti se si ammette che le autorità monetarie hanno soltanto un influsso limitato sui tassi di interesse al di fuori del mercato monetario. In particolare, l'evoluzione dei tassi di interesse a lungo termine — che di norma dipendono maggiormente dalle funzioni di risparmio e di investimento, dalle aspettative di tasso di cambio e di inflazione e dalla valutazione del rischio da parte del mercato — si è talvolta discostata decisamente da quella dei tassi del mercato monetario. Sebbene negli Stati Uniti i tassi fra i tassi di interesse a breve ed a lungo termine siano divenuti più stretti a partire dal 1979, in molti altri paesi si è fatto relativamente più importante l'influsso esercitato sui rendimenti obbligazionari dai tassi di interesse a lungo termine nei mercati esteri.

Un aspetto rimarchevole negli andamenti del 1986 è stato il sincronismo con cui si sono mossi, seppure a livelli diversi, i rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti, in Giappone ed in Germania nel corso dell'anno. Un altro fatto di rilievo è costituito dalla limitata reazione dei rendimenti in tutti e tre i paesi al progressivo calo dei tassi del mercato monetario. In diverse occasioni le variazioni dei

rendimenti reali negli Stati Uniti, sotto l'influsso del variare delle prospettive concernenti il bilancio federale e l'attività economica, paiono essersi trasmesse ai rendimenti negli altri paesi. Il regresso dell'inflazione potrebbe avere contribuito alla flessione dei rendimenti avutasi in tutti e tre i paesi nei primi mesi del 1986, ma da allora le aspettative inflazionistiche non sembrano essersi ridotte ulteriormente e paiono aver riacquisito forza negli Stati Uniti. E' difficile dire se le prospettive di interventi ufficiali per stabilizzare il dollaro abbiano influito sulle valutazioni del mercato circa l'andamento tendenziale dell'inflazione in Giappone ed in Germania, anche se desta una certa sorpresa la pronunciata inclinazione positiva che ha assunto in quest'ultimo paese la curva dei rendimenti agli inizi di quest'anno.

La natura dei vincoli ha cominciato a mutare nei primi mesi del 1987, allorché si è inasprita la situazione debitoria internazionale e il dollaro è stato oggetto di forti pressioni al ribasso. Negli Stati Uniti i tassi sui certificati di deposito, i *prime rates* delle banche ed i rendimenti obbligazionari sono saliti tutti fortemente, precedendo il tasso sui *federal funds*. Negli altri paesi maggiori i tassi a breve hanno subito modeste variazioni, ma sono sensibilmente calati i rendimenti obbligazionari, specie in Giappone.

I tassi di interesse nominali a lungo termine negli altri paesi sono, seppure in varia misura, più elevati di quelli presenti nelle tre maggiori economie. L'eccezione notevole costituita dalla Svizzera può essere indicativa delle aspettative di una più bassa inflazione nel lungo periodo. I rendimenti in molti dei paesi aderenti allo SME, nonché in quelli dove sono vigenti altri criteri di regolamentazione del cambio, paiono inglobare un sensibile premio per l'inflazione, il quale starebbe ad indicare che il mercato si attende aggiustamenti del tasso di cambio destinati a compensare nel tempo i più elevati tassi di inflazione. In effetti la dinamica mostrata lo scorso anno dai rendimenti in molti di questi paesi fa ritenere che tale premio è sensibile alle politiche del cambio seguite negli ultimi anni. Gli aumenti relativamente forti dei tassi di interesse a lungo termine nei paesi che in passato hanno accettato un deprezzamento esterno della propria moneta non possono che rispecchiare i dubbi circa le future politiche valutarie e la consapevolezza del mercato che qualunque guadagno di competitività derivante da aggiustamenti del tasso di cambio è destinato ad essere progressivamente annullato dall'inflazione.

### **Il governo della moneta nel contesto generale della politica economica**

Nei paesi con mercati finanziari aperti e ben sviluppati la politica monetaria dispone sostanzialmente di un solo strumento – la manovra delle riserve bancarie e dei tassi ai quali esse sono rese disponibili – che a sua volta influenza i tassi a breve del mercato monetario. L'applicazione di tale strumento è stata orientata in passato al conseguimento di obiettivi intermedi di crescita monetaria fissati in funzione del controllo dell'inflazione nel più lungo periodo. L'efficacia di un abbassamento dei tassi di interesse per stimolare gli investimenti allorché le altre circostanze sono sfavorevoli è opinabile. Per contro, l'azione diretta a modificare la struttura delle entrate e delle uscite dello Stato è potenzialmente in grado di incidere in vari modi sull'attività economica. Globalmente l'andamento dell'economia può altresì essere influenzato da modifiche del quadro normativo. In molti paesi sono in programma riforme fiscali e provvedimenti volti a rendere le strutture economiche più flessibili

e maggiormente orientate al mercato. Di recente, tuttavia, in alcuni paesi l'attenzione si è focalizzata su ambiti di intervento piú specifici e si assiste ad una reviviscenza delle considerazioni ottimistiche formulate in passato circa la relazione di breve periodo fra la politica di bilancio e l'attività economica.

Nei paesi industriali la politica di bilancio è determinata da *iter* legislativi che rendono talvolta difficile e lenta l'attuazione dei cambiamenti. Vi è poi sempre il rischio che nel processo decisionale non si tengano in debito conto le costrizioni finanziarie a lungo termine. In taluni paesi la risposta politica alle proposte di azione sul piano fiscale è spesso imprevedibile, e l'esperienza fa ritenere che un ampliamento dei disavanzi pubblici, sia esso intenzionale o no, è difficilmente reversibile. Nel formulare le strategie di politica monetaria, nel corso degli anni recenti sono state messe a punto procedure che consentono di manovrare in modo piú flessibile i tassi di interesse a breve e sono stati fissati obiettivi intermedi che garantiscono l'appropriata considerazione di finalità di lungo periodo. In certa misura questa protezione è stata erosa dacché alla politica monetaria è stato accollato l'onere aggiuntivo di far fronte alle distorsioni nell'economia mondiale, e in particolare nei mercati dei cambi. Vi è il pericolo che divenendo piú "politicizzata" la politica dei tassi di interesse sia meno in grado di assolvere la sua funzione stabilizzatrice.

## VII. IL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

### Aspetti salienti

L'evento che ha dominato il panorama monetario internazionale, nel periodo sotto rassegna, è stato l'ulteriore forte calo del dollaro USA, che ha contribuito a ristabilire una più realistica struttura dei tassi di cambio e dovrebbe prima o poi condurre ad un migliore equilibrio nell'economia mondiale. Allo stesso tempo, la pronunciata debolezza del dollaro ha avuto importanti ripercussioni sull'andamento dei cambi all'interno del Sistema monetario europeo, sulla situazione del mercato dell'oro e sulla crescita della liquidità internazionale.

Mentre nel 1985 il deprezzamento del dollaro era stato influenzato da un'azione coordinata delle autorità, che comprendeva dichiarazioni sulla desiderabilità di un riallineamento dei cambi e vendite ufficiali di dollari, dagli inizi del 1986 in poi il calo del dollaro ha avuto una dinamica in gran parte autonoma ed è stato talvolta contrastato da massicci acquisti ufficiali. Inoltre, nel corso del 1986, mentre proseguiva il riallineamento dei tassi di cambio, al consenso raggiunto con l'Accordo del Plaza del settembre 1985 fra i principali paesi industriali sulla direzione desiderabile dell'aggiustamento dei cambi, hanno fatto seguito segnali discordanti al mercato valutario da parte delle autorità. Soltanto nel febbraio 1987 il Gruppo dei Sette ha convenuto di cooperare strettamente al fine di promuovere la stabilità dei cambi ai livelli allora esistenti. Nondimeno, pur in presenza di interventi ufficiali concertati su vasta scala e di politiche monetarie di sostegno, da fine marzo in poi il dollaro ha ripreso a deprezzarsi, anche dopo che il Gruppo dei Sette, a metà aprile, ha riaffermato le intese di febbraio e, verso la metà di maggio, esso si situava ad un livello di quasi il 50% inferiore al massimo raggiunto nel febbraio 1985 rispetto al marco ed allo yen.

Nonostante l'ulteriore convergenza degli andamenti economici nei paesi membri, il meccanismo del Sistema monetario europeo è stato ripetutamente soggetto a considerevoli sollecitazioni. Il successo del riallineamento delle parità nell'aprile 1986 si è rivelato di durata relativamente breve. In parte per effetto del deprezzamento del dollaro, già agli inizi dell'estate 1986 stavano nuovamente emergendo tensioni all'interno dello SME, e i timori di un ulteriore calo del dollaro sono stati fra i fattori che hanno reso necessario il riallineamento delle parità del gennaio 1987.

Anche il mercato dell'oro è stato influenzato in misura crescente dall'evoluzione dei cambi. A causa di una domanda privata di oro rafforzata dai dubbi sull'andamento del dollaro e dai timori di inflazione, il prezzo dell'oro ha avuto un'impennata toccando, nella seconda metà del maggio 1987, una punta di quasi \$480, ossia il livello più elevato raggiunto da oltre quattro anni.

Nel 1986 la domanda di attività USA da parte di operatori privati esteri non ha più compensato appieno il crescente disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti. Allo stesso tempo, il valore in dollari delle riserve ufficiali denominate in altre valute è stato fortemente gonfiato dall'ulteriore deprezzamento del dollaro. Di

conseguenza, le attività di riserva ufficiali hanno mostrato un'espansione considerevole. Questo aumento, tuttavia, ha riguardato quasi unicamente un ristretto numero di paesi a moneta forte, mentre parecchi paesi in via di sviluppo, soprattutto quelli esportatori di petrolio, hanno subito perdite di riserve.

Nei primi quattro mesi del 1987 la crescita delle riserve ha avuto una nuova accelerazione, in quanto l'esaurirsi degli afflussi di capitali privati verso gli Stati Uniti e un'inversione di flusso nei movimenti di capitali all'interno dello SME hanno condotto a massicci interventi ufficiali sui mercati dei cambi.

### **Gli andamenti generali dei tassi di cambio**

Nel 1986 e nei primi mesi di quest'anno il dollaro ha mantenuto una tendenza fortemente calante. Ma mentre le prime fasi della sua discesa dai precedenti livelli irrealistici avevano richiesto un deciso sostegno da parte delle autorità, nel periodo sotto rassegna le pressioni al ribasso hanno assunto una dinamica autonoma e un'intensità talora molto forte.

Il passaggio da una correzione guidata ad un calo spontaneo ha avuto luogo senza nessun ulteriore sostanziale peggioramento nelle grandezze fondamentali. Certo, il disavanzo corrente degli Stati Uniti ha continuato ad aumentare; esso era comunque già molto elevato nel 1985, e vi era da attendersi un ulteriore peggioramento a causa degli effetti di curva a J. I differenziali di interesse a favore del dollaro sono stati in media più bassi che nel 1985; tuttavia essi si sono mantenuti ampi e, dati i livelli più realistici cui il dollaro era sceso nel frattempo, avrebbero dovuto rendere la moneta americana un investimento più attraente che negli anni precedenti.

A prescindere dal ritorno a rapporti di cambio più appropriati, ciò che è cambiato nel corso del 1986 non è tanto la situazione di fondo, quanto la propensione del mercato a tenerne conto. Diversi sviluppi possono contribuire a spiegare il crescente pessimismo del mercato nei confronti del dollaro. Un elemento importante è rappresentato dalla lentezza con cui il deprezzamento del dollaro ha agito sulle esportazioni ed importazioni degli Stati Uniti. Ciò ha indotto a ritenere che l'aggiustamento del tasso di cambio non sarebbe di per sé sufficiente a ridurre lo squilibrio delle partite correnti USA. Mentre negli anni precedenti la forza del dollaro era stata interpretata come un riflesso del dinamismo intrinsecamente superiore dell'economia USA, l'opinione prevalente sembra ora essersi spostata all'estremo opposto, ritenendo l'industria statunitense troppo rigida per trarre sufficiente vantaggio dall'ingente miglioramento della propria posizione competitiva. Un secondo fattore di pessimismo derivava dalla mancanza di indicazioni che l'effetto equilibratore degli aggiustamenti di cambio sui saldi di parte corrente sarebbe stato sorretto da interventi di politica economica e da una maggiore crescita negli altri paesi industriali. In effetti, in assenza di misure espansionistiche compensative, la crescita economica ha cominciato a rallentare notevolmente sotto l'impatto delle forti variazioni dei tassi di cambio, dapprima in Giappone e in seguito anche in Germania.

Tuttavia, il fattore principale alla base del mutato clima del mercato sembra essere stato il fatto che quanto più perdurava il calo del dollaro, tanto più esso

alimentava aspettative di un ulteriore deprezzamento. Siffatte aspettative estrapolative ed altamente variabili erano inoltre sostenute dal deteriorarsi del consenso tra i principali paesi industriali in merito alla politica del cambio. Mentre nel 1985 vi era stata unanimità di vedute sulla direzione nella quale il dollaro si doveva muovere, nel corso del 1986 sono riemerse disparità di opinione. Le autorità dei paesi con monete in apprezzamento hanno cominciato a ritenere che la correzione verso l'alto dei tassi di cambio delle rispettive valute era stata sufficiente e che non era necessaria una svolta nell'indirizzo della propria politica economica interna. Le autorità statunitensi, per contro, pensavano che questo nuovo orientamento fosse indispensabile e hanno ripetutamente affermato che in sua assenza sarebbe stato auspicabile un ulteriore calo del dollaro. Sullo sfondo di questa incertezza circa le politiche, il mercato ha attraversato fasi di forte instabilità, e neppure i massicci acquisti ufficiali di dollari hanno avuto conseguenze durevoli sui mercati dei cambi.

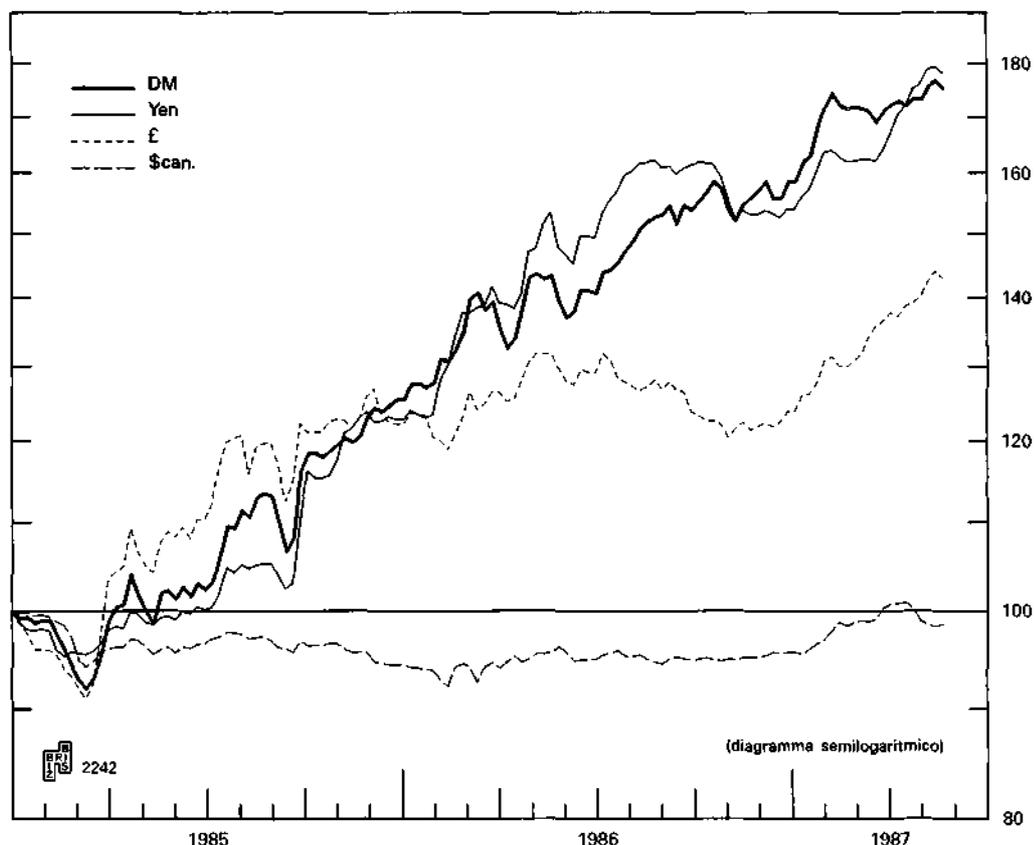
Soltanto con l'incontro di fine febbraio 1987 a Parigi fra i maggiori paesi industriali si è raggiunto nuovamente un consenso sulla politica del cambio. L'accordo per una più stretta cooperazione al fine di promuovere la stabilità dei cambi attorno ai livelli allora esistenti è stato successivamente messo a dura prova dai mercati dei cambi. Sorretti da misure di politica monetaria, gli interventi coordinati effettuati su vasta scala sono riusciti a contenere l'ulteriore deprezzamento del dollaro nei confronti delle monete europee, ma non hanno impedito un nuovo consistente aggiustamento verso il basso del suo tasso di cambio con lo yen. Il 13 maggio, dato il protrarsi di una situazione di fragilità nel mercato valutario, le autorità giapponesi hanno invitato le maggiori istituzioni finanziarie e le *trading companies* ad astenersi dall'effettuare operazioni speculative in dollari.

Gli sviluppi dei primi mesi del 1986 sono già stati descritti dettagliatamente nella Relazione annuale dello scorso anno. Essi sono stati contrassegnati da una sequenza coordinata di riduzioni dei tassi di interesse e da un ulteriore netto calo del dollaro. Quest'ultimo ha avuto luogo in due fasi; la prima è durata dalla seconda metà di gennaio all'inizio di marzo e la successiva dalla seconda settimana di aprile alla seconda settimana di maggio. E' in questa fase più recente — che ha portato i tassi di cambio bilaterali del dollaro con il marco tedesco, il franco svizzero e lo yen a livelli superiori di circa il 60% a quelli di quindici mesi prima — che nei paesi con moneta in apprezzamento sono emersi per la prima volta dubbi sul ritmo del calo del dollaro e che la Banca del Giappone ha iniziato a intervenire sui mercati dei cambi per moderare l'apprezzamento dello yen. Ciononostante, l'esito del vertice economico di Tokyo all'inizio di maggio, malgrado le richieste di un più stretto coordinamento delle politiche, non ha messo in luce una disponibilità generale ad intervenire in quel momento a sostegno del dollaro.

Dopo un periodo di continuo calo all'inizio di maggio, il dollaro ha avuto un recupero in seguito alle aspettative di un aumento dei tassi di interesse USA apprezzandosi, nello spazio di poche settimane, del 10% rispetto allo yen e del 7% nei confronti del marco tedesco e del franco svizzero. Tuttavia, la ripresa è stata di breve durata e all'inizio di giugno il dollaro ha ricominciato a scendere. Nonostante saltuari ampi acquisti di sostegno da parte delle autorità giapponesi, esso ha continuato a diminuire fino ad agosto inoltrato, deprezzandosi del 13% nei confronti sia dello yen che del marco tedesco.

Tassi di cambio bilaterali di alcune monete rispetto al dollaro USA; 1985-87

Medie settimanali; fine 1984 = 100



Tale calo si è avuto in un contesto di risultati relativamente deludenti dell'economia americana. In presenza del ristagno della produzione industriale e dell'ulteriore calo dell'occupazione nel settore manifatturiero, è apparso sempre più chiaro che la crescita USA sarebbe stata più lenta del previsto. Allo stesso tempo, nonostante gli ampi aggiustamenti dei cambi già avvenuti, non si aveva praticamente alcuna indicazione di un miglioramento del saldo corrente degli Stati Uniti. Anche l'andamento dei tassi di interesse agiva a sfavore del dollaro. Sotto l'influenza di prospettive economiche meno soddisfacenti, i tassi USA a breve termine sono scesi di circa 1,5 punti percentuali fra l'inizio di giugno e la fine di agosto, mentre la Riserva federale effettuava due riduzioni di 0,5 punti del tasso ufficiale di sconto, l'11 luglio e il 21 agosto. I tassi di interesse giapponesi, per contro, non scendevano, mentre quelli tedeschi diminuivano solo moderatamente.

Nella prima metà di settembre, i dati leggermente più favorevoli sullo stato dell'economia statunitense e una reazione al rialzo dei tassi di interesse USA hanno temporaneamente invertito l'andamento al ribasso del dollaro. Successivamente, il dollaro si stabilizzava nei confronti dello yen, mentre riprendeva ben presto a deprezzarsi nei confronti del marco tedesco e di altre monete dell'Europa continentale. Le dichiarazioni ufficiali da parte dei Ministri delle Finanze della CEE

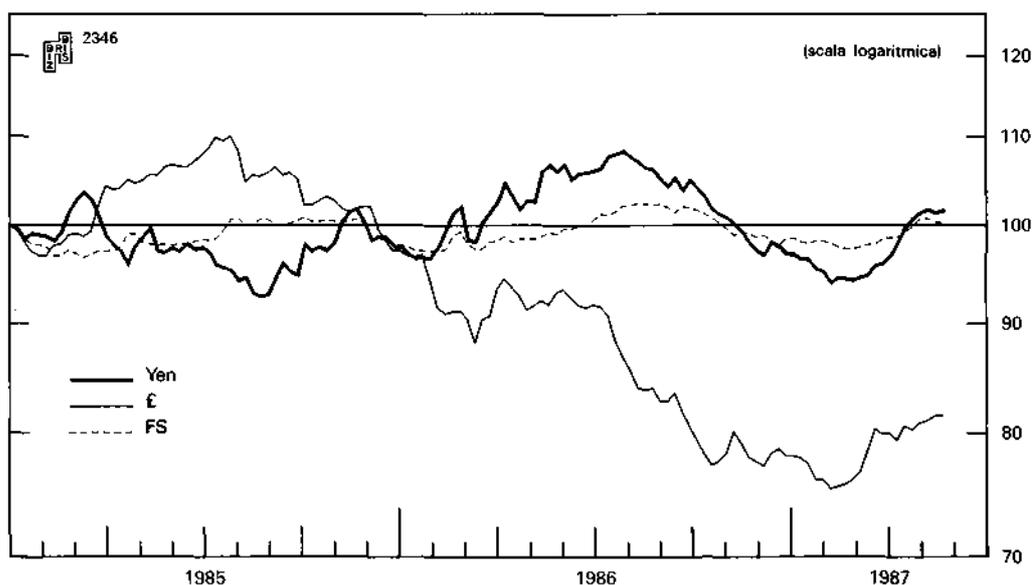
e dei Governatori delle banche centrali dopo la riunione di Gleneagles, le quali facevano ritenere che fossero stati concordati interventi per proteggere lo SME dalle tensioni causate dalla diminuzione del dollaro, hanno portato un sollievo solo temporaneo, soprattutto poiché nelle successive riunioni del Gruppo dei Cinque e del Gruppo dei Sette, tenutesi alla vigilia dell'assemblea annuale delle istituzioni di Bretton Woods, non era stato raggiunto nessun accordo esplicito sulla politica dei cambi. All'inizio di ottobre la quotazione in marchi tedeschi del dollaro è scesa sotto il livello di DM 2 e, sebbene gli interventi concertati da parte delle banche centrali europee abbiano in seguito avuto un effetto distensivo sui mercati valutari, il dollaro è ulteriormente sceso a DM 1,97 verso la metà del mese.

La maggiore stabilità del dollaro nei confronti dello yen in questo periodo di costante apprezzamento del marco tedesco è in parte dipesa dai differenti andamenti nell'economia dei due paesi. Quella tedesca, dopo la fase di debolezza nella prima parte dell'anno, appariva alquanto sostenuta. Per contro, l'economia giapponese, data la sua pesante dipendenza dalle esportazioni sul mercato USA, ha iniziato a rallentare per effetto del forte apprezzamento dello yen. Le maggiori preoccupazioni a riguardo del tasso di cambio e le prospettive meno rosee per l'economia giapponese hanno persuaso gli operatori del mercato che la politica economica del Giappone sarebbe stata probabilmente orientata più di quella tedesca alla stabilità dei cambi. Inoltre, a differenza dei tassi di interesse giapponesi e statunitensi, quelli tedeschi erano diminuiti molto poco nei primi nove mesi dell'anno, rendendo in tal modo relativamente più attraenti le attività in marchi tedeschi.

Nella seconda metà di ottobre i segni di un rafforzamento dell'economia USA e un miglioramento degli indicatori dell'interscambio hanno contribuito ad una temporanea inversione nel clima di mercato. In tre settimane il dollaro ha recuperato oltre il 6% ed il 5% rispettivamente nei confronti dello yen e del marco tedesco.

Tassi di cambio bilaterali di alcune monete rispetto al marco tedesco; 1985-87

Medie settimanali; fine 1984 = 100



Inoltre, il 31 ottobre, la Banca del Giappone ha annunciato una riduzione nel tasso di sconto dal 3,5 al 3%, ossia al livello piú basso dal 1945. Lo stesso giorno il Segretario del Tesoro USA e il Ministro delle Finanze del Giappone hanno rilasciato una dichiarazione congiunta in cui affermavano la loro volontà di cooperare in materia di tassi di cambio. In particolare, i due paesi parevano concordare sul fatto che il riallineamento dei cambi intervenuto a partire dal settembre del 1985 rifletteva sostanzialmente gli andamenti di fondo dell'economia e che non vi era la necessità di ulteriori aggiustamenti. Questa intesa ha avuto l'effetto di raffreddare i mercati valutari, e dagli inizi di novembre sin verso la fine di dicembre il cambio yen-dollaro si è mantenuto all'interno del ristretto intervallo 161,5-164,0.

Nei confronti delle monete dell'Europa continentale, per contro, il dollaro ha iniziato nuovamente a deprezzarsi nella seconda settimana di novembre, quando la sostenutezza dell'economia tedesca e le preoccupazioni espresse a livello ufficiale sullo sconfinamento degli aggregati monetari in Germania hanno fatto nascere aspettative di un'ulteriore riduzione del differenziale dei tassi di interesse a favore del dollaro. All'inizio di dicembre il dollaro ha raggiunto un nuovo minimo di DM 1,96.

Dopo un breve periodo di calma, alla fine di dicembre le pressioni sul dollaro hanno ricominciato ad aumentare e nel gennaio 1987 esse sono divenute cosí intense da causare preoccupazioni anche in ambienti ufficiali statunitensi. Diverse ragioni possono spiegare l'ulteriore peggioramento nel clima di mercato. Un fattore importante è rappresentato dal fatto che l'evidente tendenza al rialzo dei tassi di interesse tedeschi negli ultimi mesi del 1986, nonché il cauto approccio di politica fiscale in Germania e Giappone fornivano ai mercati l'impressione che non fosse prossimo un coordinamento delle politiche considerato dalle autorità statunitensi come il presupposto per prevenire un ulteriore calo del dollaro. Un secondo fattore che ha minato la fiducia del mercato è stato l'annuncio, alla fine di dicembre, dei dati provvisori sulla bilancia commerciale USA di novembre, che mostravano un nuovo disavanzo record. Questa palese mancanza di progressi nel processo di aggiustamento ha dato luogo a timori che le autorità USA potessero essere favorevoli ad un ulteriore deprezzamento del dollaro, e in effetti in quel momento numerose dichiarazioni ufficiali negli Stati Uniti sono parse avvalorare quella tesi.

La pressione al ribasso sul dollaro è divenuta particolarmente intensa quando, dopo il riallineamento dello SME del 12 gennaio, gli operatori hanno avuto la sensazione che le autorità tedesche non avrebbero dovuto fare ricorso a nuovi acquisti di dollari per mantenere il marco all'interno della fascia di oscillazione dello SME. Una diminuzione del tasso di sconto e del tasso sulle anticipazioni in Germania il 23 gennaio è stata interpretata erroneamente come una mossa esitante, in quanto era accompagnata da misure per assorbire il forte incremento della liquidità avutosi in Germania alla vigilia del riallineamento dello SME. Il marco tedesco ha continuato a rafforzarsi, e il 28 gennaio il dollaro raggiungeva un nuovo minimo di DM 1,77 con un calo di oltre il 12% rispetto al livello di metà dicembre.

Contrariamente ai mesi precedenti, l'indebolimento del dollaro nell'ultima parte di dicembre e in gennaio non è avvenuto soltanto nei confronti delle monete dell'Europa continentale, ma anche rispetto allo yen e ad altre importanti valute. Pur in presenza di un deciso sostegno da parte della Banca del Giappone, il 19 gennaio il dollaro ha raggiunto un nuovo minimo di 150 yen. La dichiarazione

congiunta del 20 gennaio del Segretario al Tesoro USA e del Ministro delle Finanze giapponese, con la quale si ribadivano le intese di ottobre sulla politica dei cambi, non è riuscita a rassicurare i mercati valutari.

Il punto di svolta si è avuto soltanto il 28 gennaio, allorché, per la prima volta dall'inversione di tendenza dei mercati dei cambi, le autorità statunitensi si sono associate alle autorità giapponesi nel sostenere il dollaro. Anche se l'ammontare dell'intervento USA, pari a \$50 milioni, è stato più che altro simbolico, la dimostrazione di unanimità ha avuto un forte effetto psicologico. Le congetture circa un incontro del Gruppo dei Sette, i timori di ulteriori interventi ufficiali sul mercato dei cambi, i dati che indicavano un miglioramento della bilancia commerciale e dell'occupazione negli Stati Uniti ed il pronunciato calo dei tassi di interesse tedeschi e giapponesi dall'inizio dell'anno, contribuivano successivamente a ristabilire un mercato del dollaro con movimenti in ambedue le direzioni. Malgrado il permanere di un certo nervosismo, il dollaro si era già stabilizzato prima dell'incontro del Louvre del 21 e 22 febbraio, in occasione del quale i Ministri delle Finanze e i Governatori delle banche centrali dei principali paesi industriali hanno convenuto che ulteriori ampie variazioni dei cambi avrebbero potuto essere dannose, e che essi avrebbero agito in stretta cooperazione per promuovere la stabilità dei cambi ai livelli allora esistenti. Anche se in un primo momento tale dichiarazione è parsa avere soltanto un effetto limitato, essa ha in seguito contribuito a far assimilare al mercato tutta una serie di dati sfavorevoli sull'economia USA senza generare un nuovo calo del dollaro. Nella seconda settimana di marzo crescenti indicazioni di un indebolimento dell'economia tedesca hanno perfino portato ad una temporanea flessione del marco, ma timori di possibili interventi ufficiali diretti ad impedire un'ulteriore ripresa del dollaro hanno presto annullato tale movimento.

Tuttavia, ancora una volta il periodo di calma non è durato a lungo. Negli ultimi dieci giorni di marzo talune dichiarazioni ufficiali USA che negavano l'esistenza di obiettivi di cambio concordati e le crescenti preoccupazioni destinate dai contrasti commerciali fra Stati Uniti e Giappone hanno avviato una nuova fase di debolezza del dollaro. A differenza di quanto avvenuto negli ultimi quattro mesi del 1986, questa volta le spinte al rialzo si sono concentrate sullo yen, mentre il marco tedesco continuava a beneficiare del riflusso di capitali verso gli altri paesi membri dello SME sulla scia del riallineamento delle parità. Nonostante ingenti interventi ufficiali concertati, cui hanno partecipato anche gli Stati Uniti, e misure di sostegno di politica monetaria, il 24 marzo il dollaro è sceso per la prima volta al disotto di yen 150, per poi essere quotato a poco meno di yen 146 nei giorni precedenti l'incontro del Gruppo dei Sette tenutosi a Washington l'8 aprile.

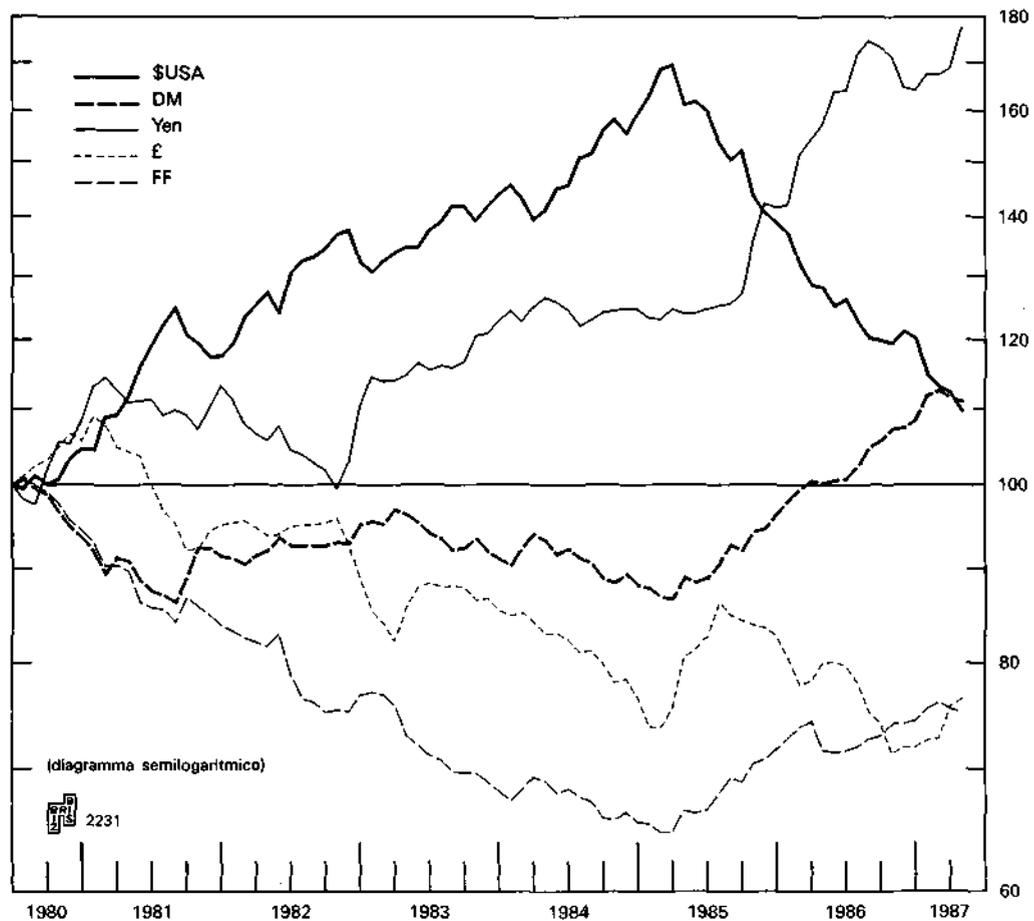
Il comunicato rilasciato al termine dell'incontro, in cui si riaffermavano le intese raggiunte a Parigi, anche se evidentemente ai più bassi livelli ai quali nel frattempo era sceso il dollaro, non ha rassicurato i mercati, così come non ha avuto effetti distensivi l'annuncio da parte del Giappone di un programma di spese pubbliche addizionali per \$35 miliardi. Sullo sfondo di un ulteriore aumento dell'avanzo commerciale giapponese e delle preoccupazioni suscitate dalle sanzioni commerciali USA nei confronti del Giappone, il dollaro ha continuato il suo movimento al ribasso, raggiungendo un nuovo minimo di yen 138 il 27 aprile. Le dichiarazioni rassicuranti delle autorità USA, secondo cui non era desiderabile un ulteriore calo del dollaro, i ripetuti interventi sui mercati dei cambi e gli amplissimi

differenziali di interesse hanno successivamente allentato le tensioni sul mercato. Tuttavia, le spinte speculative si sono spostate sulle monete europee e il 5 maggio il dollaro è sceso a DM 1,76, ossia alla quotazione piú bassa dal 1980. Nondimeno, rispetto al suo livello dei primi mesi dell'anno, l'apprezzamento del marco tedesco è rimasto alquanto modesto. Nella terza settimana di maggio il dollaro veniva quotato a circa yen 140 e DM 1,78, con un calo del 9 e del 3% circa rispetto ai livelli raggiunti nelle tre settimane prima dell'incontro del Louvre.

Piú che nelle precedenti fasi di debolezza del dollaro, questa volta l'andamento del mercato dei cambi ha influenzato direttamente i mercati finanziari. Data la riluttanza degli investitori privati giapponesi e di altri investitori esteri ad acquistare titoli in dollari, è decisamente rallentata l'attività di emissione di obbligazioni in eurodollari. I tassi di interesse USA hanno cominciato a crescere fortemente: i rendimenti dei titoli del Tesoro a dieci anni sono aumentati di ben 100 punti base fra la terza settimana di marzo e la terza settimana di aprile e i tassi di interesse a breve si sono innalzati di circa 50 punti base. Al tempo stesso sono nettamente diminuiti i tassi di interesse giapponesi a lungo termine: a metà maggio i rendimenti

Tassi di cambio effettivi di alcune monete; 1980-87

Medie mensili; giugno 1980 = 100



delle obbligazioni di Stato decennali erano scesi al 2,5%, con un calo di oltre 200 punti base rispetto al livello di febbraio. In conseguenza di queste variazioni dei tassi di interesse, in parte indotte dalle autorità monetarie, i differenziali di rendimento fra i titoli a lungo termine USA e giapponesi hanno raggiunto il livello eccezionalmente elevato di 600 punti base. Inoltre, a metà maggio la Deutsche Bundesbank ha ridotto dal 3,80 al 3,55% l'interesse applicato alle operazioni temporanee in titoli effettuate con le banche.

Nel periodo sotto rassegna (cfr. il grafico a pagina 173), il franco svizzero ha seguito alquanto da vicino l'andamento ascendente del marco tedesco, ma è apparso particolarmente forte dall'inizio di marzo ai primi di maggio 1987, allorché si è apprezzato leggermente anche nei confronti del marco tedesco. Il 5 maggio il dollaro è sceso al disotto di FS 1,45 segnando così un minimo storico. La sterlina e il dollaro canadese, per contro, hanno a volte mostrato un andamento alquanto difforme rispetto al marco tedesco ed allo yen.

Il tasso di cambio della sterlina ha continuato ad essere pesantemente influenzato dalle quotazioni del petrolio. Dopo un netto calo nella seconda metà del 1985 e nelle prime settimane del 1986, una riconsiderazione dell'impatto dei più bassi prezzi del petrolio sull'economia britannica ha portato a un notevole miglioramento nel clima di mercato e, dagli inizi di febbraio ai primi di luglio, la sterlina si è mossa a grandi linee in parallelo con le altre principali monete nei confronti del dollaro. Tuttavia, da luglio in poi, la perdurante debolezza dei prezzi del greggio, le sue conseguenze sulla bilancia dei pagamenti britannica e timori di ordine più generale circa l'evoluzione economica nel Regno Unito hanno nuovamente intaccato la fiducia nella sterlina. Di conseguenza questa ha cominciato a scendere, non solo nei confronti del marco tedesco e dello yen, ma persino rispetto al dollaro che pur continuava a svalutarsi. Nella seconda metà di ottobre il deprezzamento del tasso di cambio ponderato della sterlina rispetto al suo livello di metà anno aveva raggiunto il 12%, mentre il calo nei confronti delle monete dell'Europa continentale ammontava a circa il 16%. Anche se in considerazione della caduta del prezzo del petrolio le autorità britanniche avevano originariamente visto con favore una correzione al ribasso, la pronunciata e persistente debolezza della sterlina ha infine indotto, a metà ottobre, ad innalzare di un intero punto percentuale il tasso attivo di base delle banche britanniche.

Dati i bassi livelli del tasso di cambio della sterlina, l'elevato differenziale di interesse a suo favore ha infine contribuito a stabilizzarne il valore. Grazie alla maggiore fiducia derivante dalla ripresa dei prezzi del petrolio, alla fine del 1986 la sterlina ha iniziato ad apprezzarsi fortemente rispetto al dollaro, in linea con lo yen e il marco tedesco. Infatti, nel febbraio e nella prima metà di marzo 1987, allorché le altre principali monete si erano temporaneamente stabilizzate nei confronti della moneta americana, la sterlina ha continuato a rafforzarsi e, nonostante le dichiarazioni ufficiali secondo cui non sarebbe stato gradito un ulteriore aumento, le quattro successive riduzioni del tasso-base e i massicci interventi della Banca d'Inghilterra, essa si è apprezzata ulteriormente, raggiungendo agli inizi di maggio un massimo di quasi \$1,69, il livello più alto da oltre quattro anni.

Considerata l'alta priorità attribuita dalle autorità monetarie canadesi alla stabilità del cambio, il dollaro canadese ha come di consueto fluttuato meno delle altre principali monete nei confronti del dollaro USA (cfr. il grafico di pagina 172).

Ciononostante nel periodo sotto rassegna si è avuta temporaneamente una netta inversione di tendenza nell'atteggiamento del mercato nei suoi confronti. Nei primi due mesi del 1986 il dollaro canadese si era deprezzato sotto l'influsso della caduta dei prezzi del greggio, della generale debolezza dei mercati delle materie prime e delle incertezze sulla finanza pubblica; questa tendenza era stata contrastata da pesanti interventi ufficiali e da un netto rialzo dei tassi di interesse, fra cui un temporaneo innalzamento dal 10 al 13% del tasso di base sugli impieghi bancari ed un ampliamento di più di cinque punti percentuali dei differenziali di interesse a breve nei confronti degli Stati Uniti. Durante la primavera, tuttavia, le pressioni al ribasso si sono attenuate e nella parte restante dell'anno il dollaro canadese è stato negoziato su quotazioni che fluttuavano di poco intorno a \$ USA 0,72.

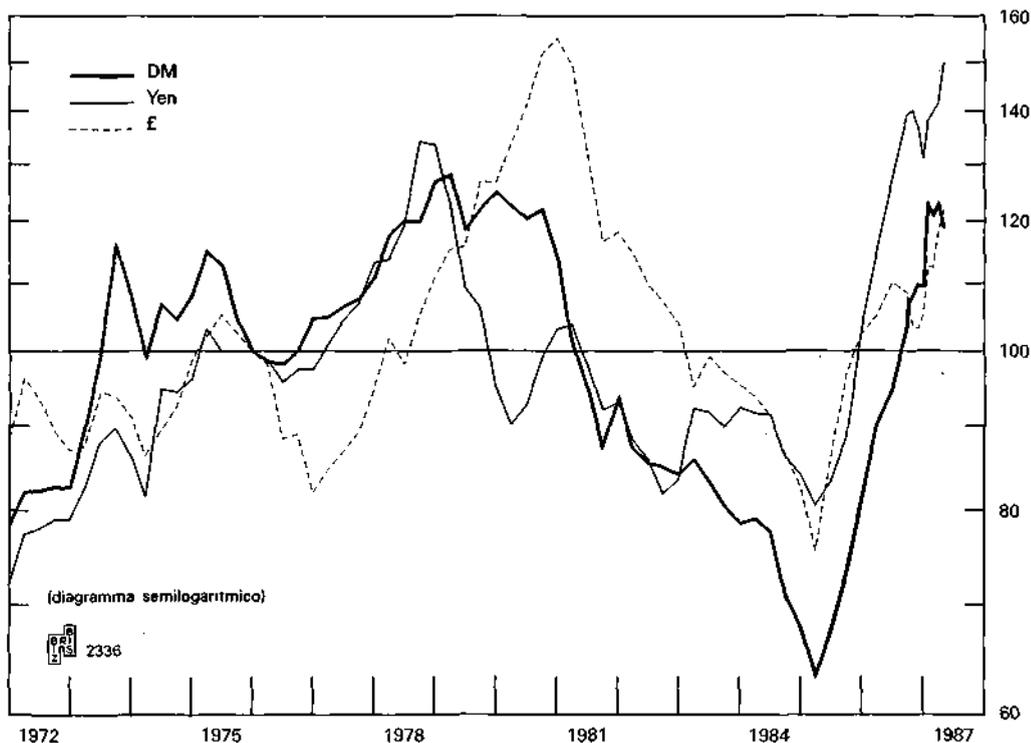
Verso la fine del 1986, in presenza di un rafforzamento dei prezzi del greggio e di elevati tassi di interesse interni, il dollaro canadese è apparso via via più attraente agli investitori esteri. Benché si sia consentito un netto restringimento dei differenziali di interesse nei confronti degli Stati Uniti, ingenti afflussi di capitali hanno sospinto il dollaro canadese da \$0,72 nel novembre 1986 ad un massimo di quasi \$0,77 alla metà di aprile, nonostante i massicci interventi ufficiali. A quel punto, tuttavia, una riconsiderazione delle prospettive della moneta canadese produceva un repentino capovolgimento nel clima del mercato ed in pochi giorni il tasso di cambio scendeva di circa il 3%, mentre il differenziale di interesse nei confronti degli Stati Uniti si ampliava da meno di 0,5 a 1,5 punti percentuali.

*L'evoluzione dei cambi nel più lungo periodo.* Dati i bruschi spostamenti avutisi negli ultimi due anni, può essere interessante un breve esame dell'andamento dei cambi in un'ottica di più lungo periodo. Il grafico della pagina seguente mostra l'evoluzione, a partire dagli Accordi smithsoniani del 1971, dei tassi di cambio bilaterali di yen, marco tedesco e sterlina nei confronti del dollaro, corretti sulla base delle variazioni dei costi unitari del lavoro.

Da tale analisi emergono diversi aspetti interessanti. Quello di maggior spicco è probabilmente l'enorme ampiezza delle fluttuazioni a medio termine negli ultimi dieci anni circa, con singole fasi che segnano apprezzamenti e deprezzamenti di quasi il 100 ed il 50% rispettivamente. E' intuitivo che, in un'economia mondiale altamente integrata, oscillazioni di quest'ordine di grandezza nei tassi di cambio reali non possono che compromettere la funzione allocativa del meccanismo dei prezzi. Inoltre, non v'è dubbio che l'eccessivo apprezzamento del tasso di cambio reale del dollaro (riflesso nel grafico dal deprezzamento delle altre monete) nel periodo fra il 1981 e gli inizi del 1985 ha costituito un fattore-chiave della formazione dell'enorme disavanzo corrente negli Stati Uniti e dell'eccessivo saldo attivo del Giappone. Anche se le variazioni dei cambi degli ultimi due anni paiono aver corretto la sopravvalutazione del dollaro, il recente andamento della bilancia commerciale USA sembra indicare che, mentre la perdita di quote di mercato può avvenire rapidamente, la loro riconquista è molto più difficile e lenta, soprattutto in un momento in cui nei confronti di alcune monete, come quelle dei paesi asiatici di nuova industrializzazione, i tassi di cambio sono ancora distorti. Infine, è indubbio che la dislocazione dei fattori produttivi causata da forti distorsioni nei cambi reali comporta pesanti costi economici e sociali e rafforza notevolmente le pressioni protezionistiche.

Tassi di cambio bilaterali reali di alcune monete rispetto al dollaro USA; 1972-1987\*

Quarto trimestre 1975 = 100



Nota: i dati anteriori al settembre 1986 sono medie trimestrali; successivamente sono riportati i dati mensili.

\* Corretti per le variazioni relative dei costi unitari del lavoro.

Un altro aspetto di rilievo che emerge dal grafico è la rapidità del recente aggiustamento del dollaro, che assomiglia ben poco ad un "atterraggio morbido". Questa impressione è tuttavia un po' ingannevole. Sebbene le pressioni siano state talvolta assai intense ed abbiano richiesto interventi su larga scala, nel complesso il mercato dei cambi non è sfuggito al controllo. In realtà, data la grandezza delle distorsioni iniziali nei tassi di cambio, si può sostenere che dal punto di vista dell'allocazione delle risorse era preferibile una rapida correzione dei rapporti di cambio, almeno nella misura in cui essa non comportava un crollo nella fiducia del mercato. Che un tale crollo di fiducia nel dollaro non abbia avuto luogo è rispecchiato dal fatto che i paesi maggiori non sono stati nel complesso costretti ad adottare politiche che sarebbero state del tutto indesiderabili in base a considerazioni interne. Fino agli inizi del 1987 la caduta del dollaro non ha reso necessario un inasprimento della politica monetaria USA; e sebbene in Germania e Giappone la scelta di tempo nell'allentamento delle condizioni monetarie sia stata sicuramente influenzata da considerazioni di tasso di cambio, le misure erano ampiamente giustificate dalla situazione economica interna di questi paesi. E' soltanto nella primavera di quest'anno che gli spostamenti dirompenti nei flussi dei capitali internazionali e le loro conseguenze sul mercato dei cambi hanno iniziato ad

esercitare un'influenza prevalente sulle politiche monetarie, facendo sorgere taluni interrogativi di fondo sul corretto funzionamento di un sistema di cambi fluttuanti in un contesto caratterizzato da libertà nei movimenti dei capitali e da mercati finanziari integrati a livello globale.

Probabilmente l'aspetto più incoraggiante dell'andamento dei tassi di cambio nei due anni passati è che l'ampissimo aggiustamento al ribasso del dollaro ha avuto luogo senza una sostanziale ripresa dell'inflazione negli Stati Uniti. Anche se certamente ciò era dovuto in parte a fattori esogeni come la debolezza del prezzo del greggio e di altre materie prime, la forte correzione dei tassi di cambio nominali è stata accompagnata da una variazione pressoché equivalente in termini reali. Questo successo nell'evitare un circolo vizioso svalutazione-inflazione dà motivo di sperare che gli squilibri e le distorsioni derivanti dall'esagerato apprezzamento del dollaro nei primi anni di questo decennio possano alla fine essere corretti senza eccessivi danni per la stabilità dell'economia mondiale.

Il grafico mostra infine che, dopo le forti variazioni intervenute di recente, i tassi di cambio si sono ormai ampiamente mossi nella direzione atta a riportare le partite correnti su posizioni più sostenibili. Senza dubbio la scelta del periodo di base — in questo caso il quarto trimestre del 1975 — comporta inevitabilmente una notevole arbitrarietà. Ciononostante, si può ragionevolmente affermare che negli ultimi mesi del 1975 la configurazione dei cambi non era eccessivamente distorta, con le partite correnti USA in attivo e lo yen, il marco e la sterlina in termini reali situati rispettivamente al 39, 28 e 13% al disopra delle rispettive parità smithsoniane nei confronti del dollaro.

Come si rileva dal grafico, dalla fine del 1975 lo yen è ulteriormente salito del 50% in termini reali, apprezzandosi non solo rispetto al dollaro, ma anche, pur se in misura minore, nei confronti della sterlina e del marco tedesco. Ciò non significa, tuttavia, che la competitività delle industrie esportatrici del Giappone abbia subito una perdita corrispondente. I dati utilizzati per calcolare questi indici di cambio reali rappresentano medie a livello dell'intera economia. I paesi con una crescita della produttività molto superiore alla media nei settori dei beni scambiati a livello mondiale e con una posizione di preminenza nello sviluppo e nella promozione di nuovi prodotti sono facilmente in grado, nel più lungo periodo, di assorbire un notevole apprezzamento del tasso di cambio reale senza subire un eccessivo peggioramento della propria posizione competitiva internazionale.

Il tasso reale di cambio del marco, al contrario di quello dello yen, non ha oltrepassato l'elevato livello raggiunto alla fine degli anni settanta, che aveva contribuito allora alla comparsa di un considerevole disavanzo corrente della Germania. La posizione di bilancia dei pagamenti del Regno Unito è stata favorevolmente influenzata dallo sfruttamento dei giacimenti petroliferi del Mare del Nord, e ciò può spiegare l'apprezzamento del 20% della sterlina nei confronti del dollaro dalla fine del 1975.

La difficoltà nel valutare i rapporti di cambio deriva indubbiamente dal fatto che il "tasso di cambio di equilibrio", pur essendo forse utile come concetto analitico, non è un parametro che possa essere calcolato oggettivamente. In certa misura esso deve fungere piuttosto da variabile di obiettivo nel quadro di una più ampia strategia di politica economica. La difficoltà per i responsabili delle politiche

nel decidere in merito ai rapporti di cambio appropriati è particolarmente grande quando, come nella situazione attuale, gli squilibri di fondo nei pagamenti correnti sono molto ampi e reagiscono solo con notevole ritardo alle variazioni dei tassi di cambio, quando vi è grande incertezza circa l'evoluzione futura dell'economia mondiale e quando, in seguito alla crescente globalizzazione dei mercati dei capitali, il volume delle transazioni finanziarie internazionali è molto ampio rispetto ai flussi commerciali.

In tale contesto, la difficoltà di giudicare la congruità delle relazioni di cambio non solo pone problemi per i responsabili delle politiche, ma ha anche conseguenze dirette sull'ordinato funzionamento del sistema dei tassi di cambio flessibili. Se le aspettative sui cambi non hanno una solida base di riferimento, sussiste il pericolo che l'atteggiamento del mercato sia dettato dalla psicologia di massa, da aspettative estrapolative e da congetture sulle possibili reazioni dei responsabili delle politiche. Soprattutto quando gli squilibri correnti sono inizialmente molto ampi e un ragionevole grado di stabilità dei cambi richiede un'assunzione corrispondentemente ampia di posizioni da parte degli operatori privati, è di cruciale importanza che le autorità forniscano chiare indicazioni su quali sono le loro concezioni e i loro intendimenti per quanto riguarda il tasso di cambio. Qualsiasi esitazione da parte loro o discordanza di vedute a livello internazionale è destinata, in tali circostanze, a provocare tensioni valutarie e turbolenze sui mercati dei cambi. Data l'internazionalizzazione dei mercati finanziari e l'ingente volume dei flussi internazionali di capitali, gli effetti diretti sulla domanda e l'offerta di interventi ufficiali sui mercati dei cambi saranno relativamente modesti. Per esercitare un influsso più duraturo, gli interventi ufficiali dovrebbero agire sul clima psicologico dei mercati e sulle aspettative di tasso di cambio, il che di solito richiede un'azione coordinata a livello internazionale nel quadro di una più ampia strategia delle politiche.

Di fronte ai massicci aggiustamenti già intervenuti nei tassi di cambio e al ritardo con cui gli squilibri correnti reagiscono alle variazioni dei cambi, nella riunione del febbraio 1987 a Parigi i paesi del Gruppo dei Sette hanno concordato che i livelli dei tassi di cambio esistenti in quel momento erano grosso modo adeguati nella situazione allora presente e che essi avrebbero cooperato al fine di difenderli. Questo accordo è stato in seguito riconfermato, anche se non prima di un nuovo calo del dollaro, in occasione della riunione del Comitato Interinale del FMI nella prima metà di aprile.

Si potrebbe essere indotti a sostenere che, per accelerare la correzione degli amplissimi squilibri correnti, sarebbe auspicabile per un certo tempo un notevole *overshooting* dei tassi di cambio. Tuttavia, una nuova ondata di deprezzamento del dollaro provocherebbe ulteriori effetti di curva a J e, attraverso il suo impatto sui tassi di interesse del dollaro e sulla domanda aggregata nei paesi con moneta in apprezzamento, tenderebbe a rallentare la crescita economica mondiale. Il conseguente ampliamento degli squilibri nelle partite correnti potrebbe destabilizzare ancor più le aspettative di cambio. Inoltre, in una prospettiva di più lungo periodo l'iperreazione dei tassi di cambio fornirebbe indicazioni sbagliate per l'allocazione delle risorse, rischiando in tal modo di creare i presupposti per futuri squilibri e instabilità dei cambi. Alla luce di queste considerazioni parrebbe che, in linea con le intese dei paesi del Gruppo dei Sette, la strategia più sicura nella

situazione attuale sia quella di attendere i risultati dei massicci riallineamenti già avvenuti e di orientare le politiche alla stabilizzazione dei tassi di cambio al loro attuale livello.

### **Indagine conoscitiva sul mercato dei cambi**

Nella primavera del 1986 la Banca d'Inghilterra, la Banca del Giappone e la Federal Reserve Bank di New York hanno effettuato di concerto un'indagine sul volume delle contrattazioni sui mercati dei cambi di Londra, Tokyo e New York. Il periodo scelto per questa indagine coordinata sulle attività nelle tre maggiori piazze finanziarie è stato il marzo 1986 (nel caso di Londra soltanto i primi dieci giorni lavorativi). I risultati sono degni di nota sotto diversi riguardi.

L'aspetto piú rilevante è l'ammontare giornaliero delle contrattazioni. Includendo le operazioni a pronti e a termine, queste assommavano in media a \$200 miliardi, di cui \$90 miliardi a Londra, \$50 miliardi a New York e \$48 miliardi a Tokyo. Tali dati escludono le duplicazioni derivanti dall'attività interbancaria nei singoli centri di mercato, ma non quelle dovute alle operazioni fra banche situate nei diversi centri.

Un secondo aspetto degno di nota è la rapida crescita delle contrattazioni negli ultimi anni. A Tokyo il volume degli scambi si è quadruplicato rispetto al 1983, mentre a New York esso si è quasi raddoppiato in questi tre anni (per quel che riguarda Londra non sono disponibili confronti con periodi precedenti). Nel caso di Tokyo questa rapida espansione è stata senza dubbio influenzata dalla deregolamentazione. Ciononostante, rispetto all'incremento del commercio internazionale — il valore delle importazioni dei paesi industriali è aumentato di meno del 30% negli stessi tre anni — il tasso di crescita delle transazioni sul mercato dei cambi appare straordinario. Esso riflette senza dubbio la crescente integrazione globale dei mercati finanziari nazionali, con il concomitante aumento del volume di movimenti di capitali internazionali e delle connesse operazioni di copertura a termine e di arbitraggio.

In terzo luogo, ma ciò non sorprende data l'ampiezza delle contrattazioni, l'indagine ha mostrato che solo una parte relativamente modesta delle transazioni valutarie ha avuto come controparti soggetti non bancari (circa il 10% a Londra e New York e il 30% a Tokyo). Anche se queste percentuali sarebbero sicuramente molto piú elevate se si tenesse conto delle transazioni indirettamente collegate ad operazioni con la clientela bancaria, pare che in ogni caso vi sia stato un ampio ammontare di contrattazioni generate da investimenti finanziari, da operazioni di arbitraggio e da attività di *market-making* da parte delle stesse banche.

Infine, anche al di fuori di New York, una parte di gran lunga prevalente delle operazioni è avvenuta per il tramite del dollaro. A Londra per esempio le operazioni dirette fra valute terze, quali sterlina e marco tedesco, hanno rappresentato solo il 3% del totale. Lo scambio indiretto di valute terze attraverso il dollaro è ovviamente una delle ragioni principali dell'enorme volume di transazioni in dollari.

Benché a prima vista il volume delle contrattazioni giornaliere sul mercato dei cambi possa sembrare esorbitante, soprattutto rispetto all'ammontare di riserve disponibili per interventi ufficiali, è opportuno astenersi da conclusioni premature

sul piano delle politiche. L'incremento della domanda netta di una moneta (e, corrispondentemente, dell'offerta netta di un'altra moneta) determinerà, *ceteris paribus*, un numero molto maggiore di transazioni che influenzano non solo il tasso di cambio fra le due monete direttamente interessate, ma anche i tassi di cambio incrociati con tutte le altre monete e le relazioni tra le quotazioni a pronti ed a termine. Considerato in questi termini, un dato ammontare di interventi ufficiali tenderà a generare un volume molto maggiore di transazioni valutarie, che potrà non essere affatto irrilevante in relazione al volume totale delle contrattazioni. Inoltre, come già messo in evidenza, l'effetto degli interventi ufficiali non può essere valutato esclusivamente in termini quantitativi. L'impatto psicologico tende infatti ad essere altrettanto importante e finanche maggiore. Tutto sommato, non vi è dubbio che nei due anni passati gli interventi ufficiali hanno talvolta avuto un ruolo efficace nell'impartire un orientamento ai mercati dei cambi.

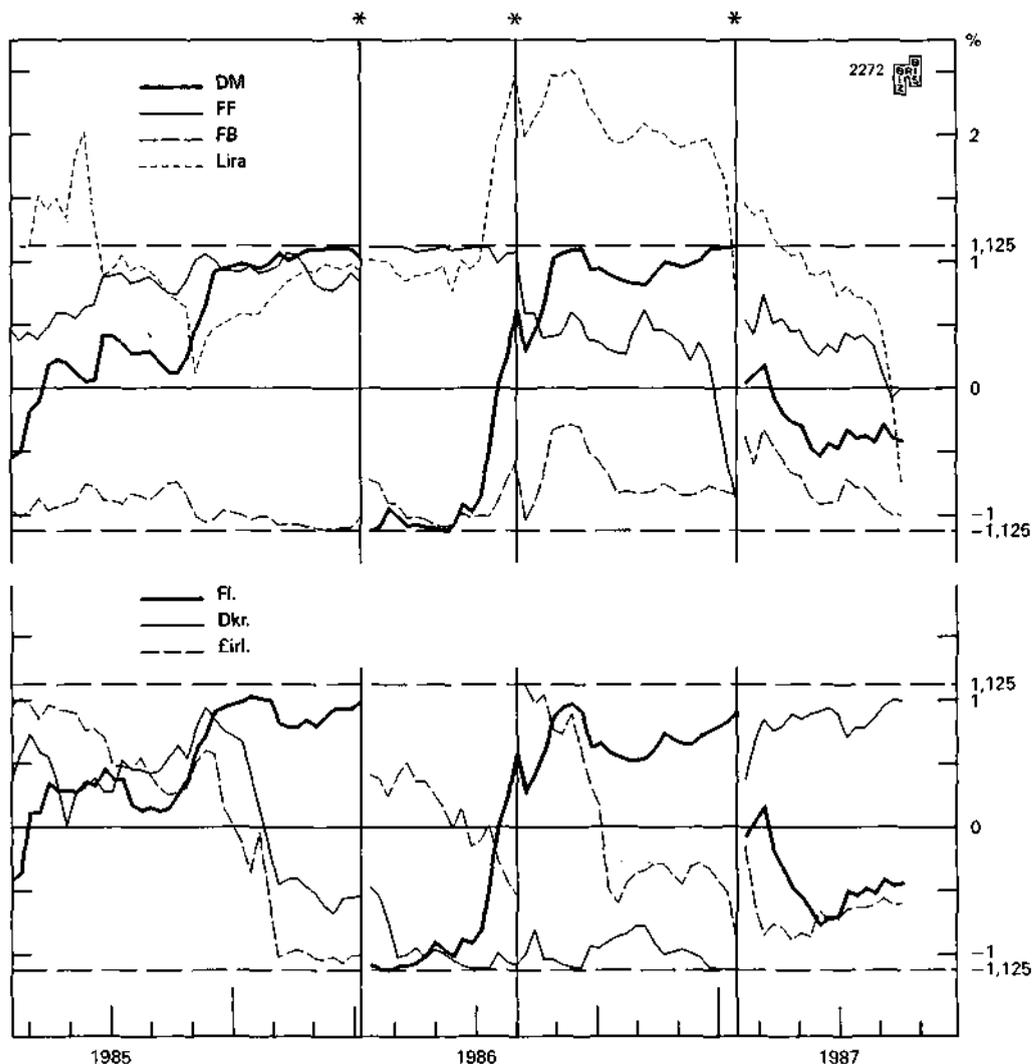
### **Gli sviluppi nell'ambito dello SME**

Un'importante conseguenza dell'indebolimento di fondo del dollaro sul mercato dei cambi nel 1986 è che esso ha esercitato pressioni destabilizzanti sul meccanismo di cambio dello SME. Anche se per il Sistema monetario europeo il periodo sotto rassegna è stato alquanto difficile e agitato, sono comunque continuati i progressi nel processo di convergenza delle grandezze economiche fra i paesi membri. Inoltre, il fatto che il meccanismo dei cambi dello SME abbia retto ad un calo del dollaro eccezionalmente rapido e ampio, senza essere costretto a subire aggiustamenti eccessivi fra le monete partecipanti, costituisce una chiara dimostrazione della sua solidità.

Il riallineamento delle parità nell'aprile 1986, consistito principalmente in una svalutazione, di varia entità, del franco francese nei confronti delle altre monete, è già stato descritto dettagliatamente nella Relazione annuale dello scorso anno. Questo riallineamento è riuscito in un primo tempo ad invertire i precedenti deflussi di capitale e ad attrarre nuovi fondi in Francia, consentendo così una sensibile riduzione dei tassi di interesse e un ingente incremento delle riserve ufficiali. Inoltre, le autorità francesi hanno usato questo margine per attuare importanti misure di liberalizzazione valutaria, fra cui, in particolare, una regolamentazione più liberale della copertura di posizioni in cambi e l'abolizione del regime *devises-titres* per gli investimenti di portafoglio esteri da parte di residenti.

Tuttavia, mentre dopo il precedente riallineamento generale del marzo 1983 vi era stata per quasi tre anni una situazione di relativa calma, questa volta, a causa della debolezza del dollaro, dopo meno di tre mesi sono riemerse tensioni all'interno del meccanismo di cambio dello SME. Queste hanno riguardato in particolare la corona danese, che a fine giugno è caduta al margine inferiore della fascia di oscillazione, e la sterlina irlandese, più influenzata delle altre monete comunitarie dal calo del dollaro e della sterlina a causa della composizione del commercio estero dell'Irlanda. Il 4 agosto la sterlina irlandese è stata svalutata dell'8% nei confronti delle altre monete partecipanti. Anche il franco francese si è indebolito nel corso di luglio in presenza di un nuovo riflusso di capitali, ma esso è stato mantenuto nella metà superiore della banda di oscillazione dello SME con il sostegno di interventi ufficiali. Il marco tedesco, che in seguito al riallineamento di aprile era sceso al

Tassi di cambio a pronti nel meccanismo di cambio dello SME; 1985-87  
Medie settimanali delle monete partecipanti rispetto ai propri margini di intervento; in percentuale



\* Riallineamenti dei tassi centrali con effetto dal 7 aprile 1986, 4 agosto 1986 e 12 gennaio 1987.

marginale inferiore della fascia, ha iniziato ad apprezzarsi rapidamente e nel corso di agosto è divenuto la moneta più forte all'interno del Sistema.

A settembre le tensioni all'interno del meccanismo di cambio dello SME si sono intensificate. I Ministri delle Finanze e i Governatori delle banche centrali dei paesi della CEE, in un incontro informale tenutosi a Gleneagles nell'ultima parte del mese, hanno affermato di essere pronti, se necessario, ad intervenire congiuntamente per proteggere i rapporti di cambio nello SME da un ulteriore indebolimento del dollaro. Gli interventi coordinati effettivamente attuati nella prima metà di ottobre paiono aver avuto un effetto distensivo sui mercati.

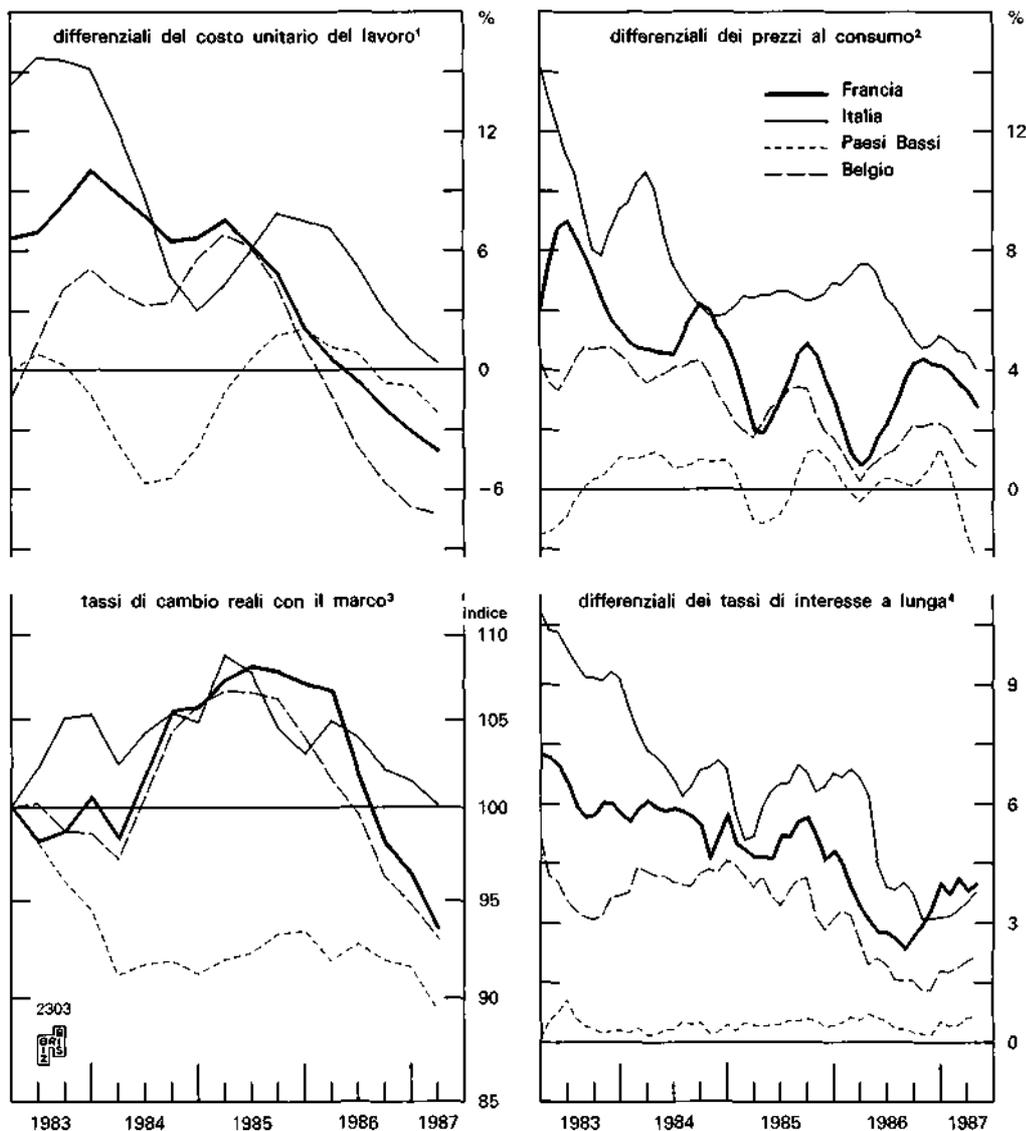
Tuttavia, da metà dicembre in poi, le pressioni sui cambi hanno ancora una volta ripreso ad aumentare, allorché le tensioni sociali in Francia, un temporaneo aumento dei tassi del mercato monetario in Germania, il perdurante ampio disavanzo commerciale USA e le connesse attese di un ulteriore indebolimento del dollaro hanno alimentato le aspettative di un nuovo imminente riallineamento nello SME. Nella seconda metà di dicembre le autorità francesi, al fine di ridurre i potenziali guadagni sulle posizioni speculative costituite in vista di un successivo riallineamento, hanno permesso al franco di scivolare nella metà inferiore della fascia, la quale ha iniziato ad estendersi in quasi tutta la sua ampiezza, con la corona danese al limite inferiore e il marco tedesco a quello superiore.

Nella prima parte del gennaio 1987 hanno continuato ad aumentare gli afflussi di capitale in Germania. Il franco francese e la sterlina irlandese hanno raggiunto la corona danese al limite inferiore della fascia, mentre la lira italiana veniva lasciata cadere di quasi due punti percentuali. Tuttavia, questi aggiustamenti dei cambi all'interno della fascia non sono stati sufficienti a dissipare i timori del mercato, e l'ampiezza degli interventi necessari per mantenere l'assetto esistente dei cambi nello SME è divenuta insostenibile. Dopo laboriose trattative, i Ministri finanziari ed i Governatori delle banche centrali dei paesi membri della CEE hanno deciso, durante il fine settimana del 10-11 gennaio, di rivalutare il marco tedesco e il fiorino olandese del 3% e il franco belga del 2% nei confronti delle altre monete partecipanti.

Questo riallineamento relativamente modesto, inferiore al margine di 4,5 punti percentuali consentito ai movimenti dei cambi bilaterali all'interno della fascia, è stato giudicato con scetticismo da parte di molti operatori del mercato. Nondimeno esso ha riportato una certa calma nel meccanismo dei cambi dello SME e il franco francese è tornato prontamente nella metà superiore della fascia. Mentre il forte indebolimento del dollaro alimentava ulteriormente le incertezze del mercato, in un primo momento il riallineamento delle parità è stato incapace di provocare una inversione sostanziale nei flussi di fondi. Tuttavia, a febbraio i differenziali di interesse hanno ripreso ad agire sui movimenti di capitale. Il riflusso dei capitali precedentemente affluiti in Germania ha permesso agli altri paesi membri di allentare le proprie politiche e di recuperare le perdite di riserve subite in precedenza. Inoltre, questi interventi intramarginali, opportunamente dosati tra acquisti di marchi tedeschi e di dollari, hanno anche esercitato un'influenza stabilizzatrice sul cambio dollaro-marco tedesco. A metà marzo la Banca d'Italia ha ridotto il tasso ufficiale di sconto di  $\frac{1}{2}$  punto percentuale ed ha imposto una riserva obbligatoria del 25% sugli aumenti dell'indebitamento netto in valuta delle banche.

Dopo qualche esitazione nelle settimane successive al riallineamento, nel corso di febbraio il marco tedesco e il fiorino olandese sono passati decisamente nella metà inferiore delle rispettive fasce di oscillazione. In seguito, i rapporti di cambio fra le monete partecipanti sono rimasti alquanto stabili, ad eccezione della lira, che si era mantenuta nella misura dell'1,5% al disopra della sua parità centrale nella settimana dopo il riallineamento di gennaio, ma che è stata fatta scendere a 1 punto percentuale al disotto del suo tasso centrale nella prima metà di maggio, allorché essa ha subito considerevoli pressioni sui mercati dei cambi. Il 13 maggio le autorità italiane hanno annunciato una serie di misure, da tempo attese, di liberalizzazione valutaria, fra cui l'abolizione del deposito infruttifero del 15% sugli acquisti di titoli esteri da parte dei residenti.

Andamenti rispetto alla Germania dei costi e dei prezzi di alcuni paesi dello SME;  
1983-87



<sup>1</sup>Differenze rispetto alla Germania nei costi unitari del lavoro dell'industria manifatturiera, calcolate come variazioni percentuali su quattro trimestri delle medie mobili di tre mesi degli indici (i dati più recenti sono stime). <sup>2</sup>Differenze rispetto alla Germania nei prezzi al consumo, calcolate come variazioni percentuali su sei mesi in ragione d'anno. <sup>3</sup>In termini di costi unitari del lavoro relativi: I trimestre 1983 = 100 (scala semilogaritmica). <sup>4</sup>Differenze rispetto alla Germania nei rendimenti dei titoli del settore pubblico.

Come si è già detto, nel periodo sotto rassegna è continuato il processo di convergenza fra le economie dei paesi membri dello SME. Pur in presenza di un tasso di inflazione negativo in Germania, i differenziali di inflazione tra gli altri paesi membri e la Germania hanno mostrato un ulteriore calo, un andamento che è stato particolarmente accentuato per i costi unitari del lavoro. Nel 1986 si sono ridotti anche i differenziali di interesse e, fra i paesi le cui monete hanno talvolta subito pressioni al ribasso, Belgio, Francia e Italia hanno registrato sostanziali

miglioramenti nei saldi correnti. Questo contrasto fra l'andamento convergente delle grandezze economiche e le tensioni sui cambi ha palesato la vulnerabilità dello SME di fronte alla debolezza del dollaro ed alla crescente integrazione internazionale dei mercati finanziari nazionali.

In considerazione della forte posizione commerciale internazionale della Germania e del suo ampio avanzo di parte corrente, il mercato tende a considerare che la Germania sia maggiormente in grado, rispetto agli altri paesi membri, di far fronte ad un forte deprezzamento del dollaro. Inoltre, allorché per effetto delle aspettative di cambio gli investimenti finanziari esteri tendono a rifuggire dagli Stati Uniti, è probabile che — in parte per gli stessi motivi — la Germania attragga una quota elevatissima di questi fondi. Tuttavia si può sperare che, essendo il dollaro sceso a livelli molto più realistici, questo fattore di disturbo divenga in futuro meno rilevante.

Lo stesso non può certo dirsi per la mobilità dei capitali. In un mondo di crescente integrazione finanziaria può talvolta sussistere una contraddizione tra un sistema di tassi di cambio nominali fissi e livelli realistici dei tassi di interesse che rispecchiano da vicino i differenziali di inflazione. Fintanto che permane la fiducia nella stabilità dei rapporti di cambio nominali esistenti, i capitali tenderanno ad affluire nei paesi con tassi di interesse nominali e tassi di inflazione più elevati. Ma allorché i tassi di cambio reali raggiungono livelli abnormi, o sussistono altri fattori (quali un'eccessiva debolezza del dollaro) che pregiudicano la credibilità dell'assetto esistente dei tassi di cambio nominali, i differenziali dei tassi di interesse nominali non hanno più un'influenza determinante e i capitali rifluiscono nei paesi a bassa inflazione, spingendo così verso un riallineamento. Vi è il rischio che, fino a quando permangono differenziali di inflazione significativi, una maggiore integrazione finanziaria europea non contribuisca necessariamente ad una maggiore stabilità dei cambi a causa dei continui disequilibri nei flussi di capitali.

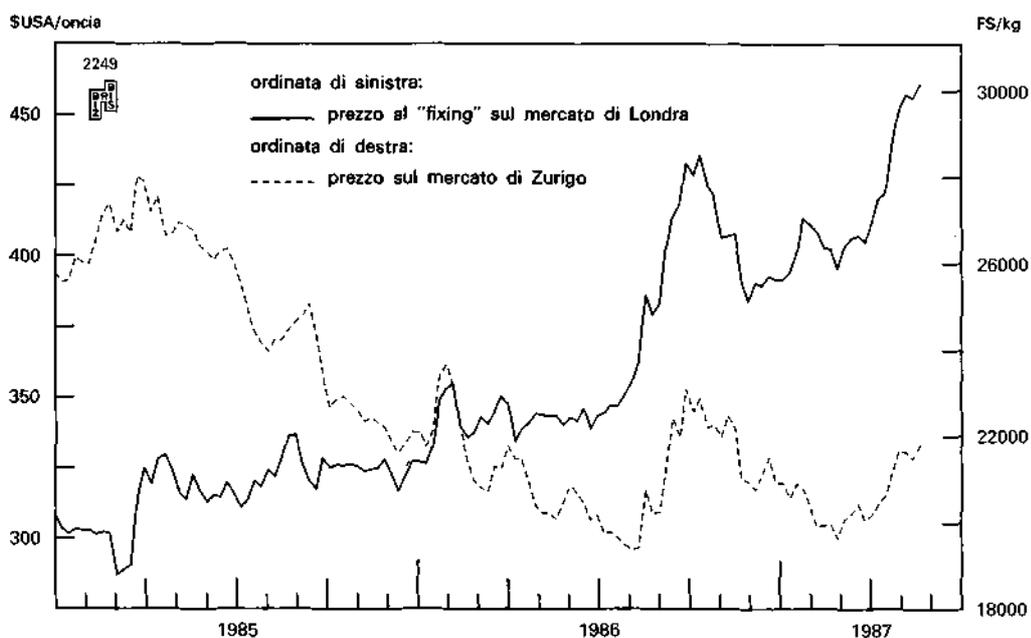
### **La produzione e il mercato dell'oro**

Gli sviluppi sul mercato dell'oro nel 1986 si differenziano per diversi aspetti da quelli degli anni precedenti. L'offerta totale stimata di nuovo oro, pressoché stabile al livello di circa 1.300 tonnellate nel periodo 1982-85, è salita a 1.615 tonnellate per effetto sia di una maggiore produzione sia di più elevate vendite nette da parte dei paesi comunisti. Tuttavia, la domanda di oro per impieghi non monetari è stata tale per cui la maggiore offerta ha potuto essere assorbita ad un prezzo in dollari che nel corso del 1986 è aumentato di quasi il 20%, portandosi a \$391 per oncia di fino, con quotazioni che nel mese di settembre hanno raggiunto quasi \$443. In termini di monete in apprezzamento, come il franco svizzero, il prezzo di mercato dell'oro ha mediamente subito un nuovo calo nel 1986, anche se molto minore che nel 1985. Tuttavia, allorché nella primavera del 1987 il prezzo in dollari dell'oro è ancora una volta nettamente aumentato, anche i prezzi nelle principali valute forti hanno iniziato a salire considerevolmente.

La sostenutezza della domanda di oro non monetario nel 1986 è dovuta ad un insieme di fattori eterogenei, fra i quali la continua debolezza del dollaro, i più bassi tassi di interesse, una forte crescita monetaria, i connessi timori di una recrudescenza dell'inflazione e l'anniversario imperiale in Giappone. Inoltre,

Prezzi di mercato dell'oro; 1985-87

Medie settimanali



Produzione mondiale di oro. Stime

Paesi	1953	1970	1980	1982	1983	1984	1985	1986
	tonnellate							
Sudafrica . . . . .	371	1.000	675	664	680	683	673	640
Stati Uniti . . . . .	61	54	31	45	63	66	80	108
Canada . . . . .	126	75	52	67	73	96	90	108
Australia . . . . .	33	20	17	27	31	39	59	75
Brasile . . . . .	4	9	35	35	59	62	72	67
Filippine . . . . .	15	19	22	31	33	34	37	40
Papua-Nuova Guinea . .	.	1	14	17	18	19	31	36
Colombia . . . . .	14	7	17	16	18	21	26	27
Cile . . . . .	4	2	7	19	19	18	18	19
Venezuela . . . . .	1	1	1	2	6	10	12	15
Zimbabwe . . . . .	16	15	11	13	14	15	15	15
Giappone . . . . .	7	8	7	6	6	7	9	14
Ghana . . . . .	23	22	11	13	12	12	12	12
Perù . . . . .	4	3	5	7	10	11	11	11
Repubblica Dominicana .	.	-	12	12	11	11	10	9
Messico . . . . .	15	6	6	5	7	8	8	8
Zaire . . . . .	11	6	3	4	6	10	8	8
Totale . . . . .	705	1.248	926	983	1.066	1.112	1.171	1.212
Altri paesi . . . . .	50	25	33	45	49	48	62	69
Produzione mondiale stimata* . . . . .	755	1.273	959	1.028	1.115	1.160	1.233	1.281

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

Fonte: "Consolidated Gold Fields PLC" (Londra).

questa forte richiesta si è manifestata nonostante un calo nell'uso industriale di oro, collegato alla minor domanda di oreficeria nel Medio Oriente a seguito della caduta dei prezzi del petrolio. Pertanto la domanda di oro a fini di investimento e tesoreggiamento sembra essersi fortemente accresciuta. Un aspetto saliente di questo andamento è stato il forte aumento nell'acquisto di monete d'oro. Si stima che l'uso di oro da conio sia quasi triplicato nel 1986, raggiungendo circa 315 tonnellate. Una quota considerevole di questo aumento può essere attribuita all'emissione in Giappone di una moneta commemorativa di Hirohito, mentre altrove, in parte come conseguenza delle restrizioni sulle vendite di *Krugerrand*, si è avuto un incremento degli acquisti di monete del Nord America, e a partire dall'ottobre 1986 l'*American Eagle* è diventata la moneta ufficiale di emissione standard più richiesta. Il *Nugget* dell'Australia, la *Britannia* e l'ECU d'oro, di recente o prossima emissione, diversificheranno ulteriormente l'offerta di nuove monete. Oltre ai più ampi acquisti di monete d'oro, sembra che nel 1986 sia notevolmente aumentato l'investimento in lingotti d'oro.

Per quel che riguarda l'offerta di nuovo oro, l'anno scorso la produzione estrattiva è aumentata di 48 tonnellate, raggiungendo un totale di 1.281 tonnellate, mentre si stima che le vendite da parte dei paesi comunisti siano state di circa 350 tonnellate, rispetto alle 250 del 1985. La produzione del Sudafrica è scesa di 33 tonnellate, passando a 640, in quanto il più elevato prezzo dell'oro ha favorito ulteriormente la tendenza ad estrarre minerale a più basso tenore aureo. Il Sudafrica concorre ora solo al 50% della produzione totale dei paesi non comunisti. Nel 1970, all'epoca della sua massima produzione di oro, la quota del Sudafrica era stata di quasi l'80%. Negli altri paesi, nei quali l'attività estrattiva ha luogo in condizioni alquanto diverse da quelle sudafricane, l'aumento del prezzo dell'oro ha avuto un effetto di tipo più tradizionale sull'offerta. La produzione è aumentata rispettivamente di 28, 18 e 16 tonnellate negli Stati Uniti, in Canada e in Australia.

Lo scorso anno le vendite stimate dei paesi comunisti (esclusi i paesi europei membri del FMI) sono state le più elevate dal 1978. Come di consueto la maggior parte di questa offerta è provenuta dall'Unione Sovietica, ma paiono esservi state vendite considerevoli anche da parte della Cina e, seppure in minor misura, della Corea del Nord. La forte offerta da parte dell'URSS può essere parzialmente ascritta all'indebolimento del prezzo del petrolio. I conseguenti minori proventi delle esportazioni hanno indotto questo paese a vendere la maggior quantità di oro possibile senza esercitare una forte influenza al ribasso sui prezzi.

Mercato dell'oro: fonti e impieghi. Stime

Voci	1982	1983	1984	1985	1986
	tonnellate				
Produzione . . . . .	1.030	1.115	1.160	1.235	1.280
Vendite nette da parte dei paesi comunisti (stime) <sup>1</sup> .	200	100	150	250	350
Variazioni nelle disponibilità auree ufficiali dovute ad operazioni di mercato <sup>2</sup> ; stime (= aumento) .	100	70	20	- 165	- 15
Totale (= impieghi non monetari; stime) . . . . .	1.330	1.285	1.330	1.320	1.615

<sup>1</sup>Esclusi i paesi europei membri del FMI. <sup>2</sup>Le variazioni delle riserve auree del Sudafrica sono state escluse dai movimenti delle disponibilità ufficiali in questa tabella, giacché si ritiene che esse siano attribuibili in larga misura alla costituzione o liquidazione di *swaps* in oro tra la banca centrale sudafricana e le banche commerciali di altri paesi.

A differenza del 1985, le disponibilità ufficiali auree hanno mostrato lo scorso anno solo un leggero aumento. Consistenti acquisizioni di riserve si sono avute in India (33 tonnellate), Filippine (24 tonnellate), Taiwan (18 tonnellate) e Messico (6,5 tonnellate), mentre Brasile, Stati Uniti, Romania (dati disponibili soltanto fino a novembre) e Canada hanno ridotto le proprie disponibilità di 21, 19, 15 e 12 tonnellate rispettivamente.

Sotto l'effetto congiunto dei fattori indicati a pagina 187, il prezzo dell'oro al *fixing* di Londra è salito da circa \$320 per oncia all'inizio di dicembre 1985 a più di \$470 nella terza settimana di maggio 1987. Le variazioni di prezzo non si sono tuttavia distribuite in modo uniforme nel periodo in esame. Dopo un aumento nel gennaio 1986, i prezzi sono rimasti alquanto stabili in un intervallo di \$330-350 fino a metà anno. A luglio, tuttavia, nel contesto di un nuovo indebolimento del dollaro, di timori per la situazione in Sudafrica e di prezzi del platino in ascesa, le quotazioni hanno ripreso a crescere vigorosamente, raggiungendo un massimo di quasi \$443 a settembre, per poi scendere a novembre nuovamente al disotto di \$390. I prezzi si sono stabilizzati di nuovo nel gennaio 1987 e hanno ricominciato a salire decisamente a fine marzo in un clima di crescenti preoccupazioni circa la tenuta del dollaro, toccando una punta di \$480 nella terza settimana di maggio, il livello più elevato degli ultimi quattro anni. Il quadro si presenta alquanto diverso, per contro, se le quotazioni sono espresse nelle monete che si sono apprezzate nei confronti del dollaro. In termini di franchi svizzeri, ad esempio, è continuata fino alla fine del luglio 1986 una chiara tendenza al ribasso. Nei mesi successivi, tuttavia, i movimenti del prezzo dell'oro hanno cominciato ad incidere più delle variazioni dei cambi, e nella terza settimana di maggio le quotazioni dell'oro in franchi svizzeri superavano di circa il 15% il minimo toccato alla fine del luglio 1986.

Nell'ambito della nuova regolamentazione dei mercati finanziari nel Regno Unito, nel dicembre 1986 le autorità ufficiali hanno iniziato un processo di consultazione con i principali operatori del mercato dell'oro di Londra. È stato emesso un documento contenente proposte per la codificazione delle procedure negoziali di tipo informale vigenti da tempo sul mercato. Gli operatori riconosciuti dalla Banca d'Inghilterra potranno effettuare transazioni all'ingrosso di oro, senza essere vincolati dalle disposizioni previste per la salvaguardia dei piccoli investitori. Per ottenere l'autorizzazione, gli operatori dovranno disporre di un capitale adeguato, di un assetto proprietario che impedisca conflitti di interesse e di sistemi appropriati di gestione e controllo.

### **Le riserve e la liquidità internazionale**

Lo scorso anno è stato caratterizzato da un forte aumento delle disponibilità internazionali di riserve, espresse in dollari correnti. Tuttavia, questo incremento si è concentrato in un numero limitato di paesi. Le riserve ufficiali totali non auree sono cresciute nel corso del 1986 di \$69 miliardi, ovvero più del 15%, e hanno raggiunto un ammontare di \$510 miliardi alla fine dell'anno. Giappone e Taiwan hanno contribuito da soli al 57% dell'aumento totale. In realtà, gli incrementi sono stati maggiori nei paesi che avevano già ampie disponibilità e dove, pertanto, l'utilità marginale era presumibilmente piuttosto ridotta. Le riserve non auree dei paesi del Gruppo dei Dieci sono salite di \$49,6 miliardi, mentre quelle dei paesi in via di

sviluppo – escludendo Taiwan – sono scese di \$ 13,8 miliardi. Non vi è stato dunque nel 1986 un miglioramento generalizzato nella disponibilità di riserve. Inoltre, le cifre in dollari correnti sovrastimano l'espansione delle riserve, in quanto il netto deprezzamento del dollaro ha ridotto il suo potere di acquisto a livello internazionale. In termini di DSP, ad esempio, le riserve non auree sono cresciute lo scorso anno di soli DSP 15 miliardi, ossia del 4%. D'altro canto, in conseguenza della caduta dei prezzi del petrolio e della debolezza dei prezzi delle altre materie prime, i valori unitari in dollari dell'interscambio mondiale sono aumentati nel complesso solo moderatamente, ossia di circa il 4-5%, cosicché da questo punto di vista l'incremento del valore in dollari delle riserve ufficiali è stato in ampia misura "reale".

Esprese ai prezzi di mercato, le riserve ufficiali auree dei paesi sono cresciute lo scorso anno di \$ 60,4 miliardi, raggiungendo \$ 368,7 miliardi. Questa espansione

Variazioni nelle riserve globali

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva sul FMI	DSP	ECU	Totale riserve non auree	
	in milioni di once	in miliardi di dollari USA, a prezzi correnti <sup>1</sup>					
<b>Gruppo dei Dieci</b>							
1984	- 0,6	-53,7	4,4	- 0,1	0,6	- 6,8	- 1,9
1985	- 0,2	13,2	15,8	0,8	2,9	3,3	22,8
1986	- 1,0	46,8	38,5	0,3	2,9	7,9	49,6
Consistenze alla fine del 1986	736,6	288,0	157,8	25,9	17,7	48,0	249,4
<b>Altri paesi industriali<sup>2</sup></b>							
1984	- 0,3	- 6,4	6,7	-	0,4	- 0,3	6,8
1985	- 1,8	1,0	6,3	0,1	0,3	0,4	7,1
1986	- 0,8	5,1	8,8	0,2	0,4	-	9,4
Consistenze alla fine del 1986	83,9	32,8	60,0	2,4	2,1	0,8	65,3
<b>Paesi in via di sviluppo</b>							
1984	- 0,8	- 8,7	13,9	-	0,1	-	14,0
1985	4,2	3,5	14,0	0,9	0,6	-	15,5
1986	2,2	8,5	9,3	0,2	0,5	-	10,0
Consistenze alla fine del 1986	122,6	47,9	175,8	14,9	4,1	-	194,8
di cui:							
<b>paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente<sup>3</sup></b>							
1984	0,2	- 1,6	- 5,1	0,7	-	-	- 4,4
1985	- 0,2	0,4	3,7	0,7	0,1	-	4,5
1986	-	1,4	- 6,5	0,1	-	-	- 6,4
Consistenze alla fine del 1986	23,0	9,0	34,8	12,1	1,3	-	48,2
<b>Altri paesi</b>							
1984	- 1,0	- 7,1	19,0	- 0,7	0,1	-	18,4
1985	4,4	3,1	10,3	0,2	0,5	-	11,0
1986	2,2	7,1	15,8	0,1	0,5	-	16,4
Consistenze alla fine del 1986	99,6	38,9	141,0	2,8	2,8	-	146,6
<b>Totale</b>							
1984	- 1,7	-68,8	25,0	- 0,1	1,1	- 7,1	18,9
1985	2,2	17,7	36,1	1,8	3,8	3,7	45,4
1986	0,4	60,4	56,6	0,7	3,8	7,9	69,0
Consistenze alla fine del 1986	943,1	368,7	393,6	43,2	23,9	48,8	509,5

<sup>1</sup> Riserve auree valutate ai prezzi di mercato. Uniti, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Oman e Qatar.

<sup>2</sup> Esclusi i paesi dell'Europa orientale.

<sup>3</sup> Arabia Saudita, Emirati Arabi

tuttavia è da ascrivere soprattutto all'aumento del 19,5% del prezzo dell'oro in termini di dollari. La rilevanza per la liquidità internazionale di un simile incremento nelle riserve ufficiali auree espresse in dollari è, naturalmente, piuttosto limitata nella situazione attuale. Le riserve auree ufficiali sono per lo più detenute dai paesi industriali e qualsiasi tentativo da parte di uno dei paesi maggiori di far fronte alle proprie esigenze di bilancia dei pagamenti con la vendita di una quota considerevole delle proprie disponibilità ufficiali farebbe rapidamente scendere il prezzo. L'uso dell'oro si limita di fatto a quello di strumento di garanzia, il che presuppone la cooperazione di altri paesi.

Come nel 1985, uno dei principali fattori di crescita delle riserve non auree è stato il deprezzamento del dollaro, che ha fatto aumentare il valore in dollari delle attività denominate in altre monete. Circa \$43 miliardi, ossia quasi due terzi, dell'incremento nelle riserve non auree del 1986 può essere attribuito a tali effetti di cambio.

Il fattore più importante all'origine dei rimanenti \$26 miliardi di crescita "reale" delle riserve è stato il cambiamento intervenuto nel finanziamento del disavanzo corrente degli Stati Uniti. Mentre nel 1985 esso era stato ampiamente finanziato da afflussi spontanei di capitali, con un calo delle passività USA nei confronti delle istituzioni ufficiali estere di \$2,5 miliardi, nel 1986 gli afflussi di capitali privati non sono più stati sufficienti a coprire l'intero disavanzo, salito nel frattempo a \$141 miliardi. Le pressioni sui cambi che ne sono derivate hanno indotto alcuni massicci interventi ufficiali di acquisto di dollari, specialmente da parte di paesi, come il Giappone, i quali temevano che l'apprezzamento delle rispettive monete potesse sfuggire al controllo. Questi acquisti si sono riflessi in un aumento di \$29 miliardi delle passività USA nei confronti di istituzioni ufficiali estere, che ha avuto per la maggior parte come contropartita un incremento nelle disponibilità ufficiali dichiarate di altri paesi. In realtà, queste acquisizioni di riserve ufficiali in dollari potrebbero essere state anche superiori a \$29 miliardi poiché, nella misura in cui i dollari sono investiti su mercati finanziari al di fuori degli Stati Uniti, essi tendono a generare in parte un aumento nelle passività USA nei confronti di detentori esteri non ufficiali piuttosto che verso i detentori ufficiali di dollari.

Lo scorso anno gli stessi Stati Uniti non sono intervenuti a sostegno del dollaro. Per converso, il valore in dollari delle riserve valutarie USA, costituite prevalentemente da marchi tedeschi e yen, è salito di ben \$4,5 miliardi. L'aumento è dovuto principalmente agli utili di cambio, ma in parte ha anche riflesso introiti da interessi e altri proventi.

D'altro canto, lo scorso anno si sono ridotte le riserve in monete diverse dal dollaro detenute dalle banche centrali europee in connessione alla loro partecipazione al Sistema monetario europeo. Ciò è derivato dalle pressioni riemerse nel meccanismo di cambio dello SME. I paesi con monete soggette a pressioni al ribasso hanno cercato di impedire che il cambio si muovesse verso il margine inferiore della fascia di oscillazione dello SME; per periodi prolungati nel corso del 1986 si sono quindi avute consistenti vendite ufficiali di disponibilità denominate nelle monete di altri paesi membri.

Un altro fattore di riduzione delle riserve internazionali è stato il rimborso netto al Fondo Monetario Internazionale degli ampi crediti accordati nei primi anni

del decennio. Questi rimborsi hanno contribuito ad un calo di oltre \$4 miliardi in termini di dollari costanti delle posizioni di riserva dei paesi membri le cui monete erano state usate per l'erogazione di tali crediti. D'altro canto, le disponibilità di DSP dei paesi sono aumentate di \$1,6 miliardi in volume, principalmente in conseguenza dell'uso da parte del Fondo della propria dotazione di DSP per la concessione di crediti e il pagamento di interessi.

Se si considerano i vari tipi di attività, oltre l'80%, ovvero \$56,6 miliardi, dell'aumento totale delle riserve non auree ha riguardato le disponibilità in valuta. Metà di questo incremento deriva, tuttavia, dall'aumento del valore in dollari delle attività detenute in altre monete. Il tasso reale di crescita delle riserve in valuta è stato soltanto l'8%. Gli effetti di cambio, inoltre, sono stati addirittura superiori all'aumento dichiarato di \$7,9 miliardi delle disponibilità ufficiali in ECU. In volume, tali disponibilità si sono ridotte di \$0,7 miliardi, per effetto del più basso prezzo di conversione dell'oro usato per operazioni *swap* di oro contro ECU all'interno dello SME.

Le disponibilità di DSP e le posizioni di riserva sul Fondo dei paesi sono aumentate lo scorso anno di \$3,8 e 0,7 miliardi rispettivamente. Gli effetti di cambio, pari a \$7 miliardi, hanno contribuito per \$2,2 miliardi alla crescita dei DSP e sono superiori all'aumento complessivo delle posizioni sul Fondo. Espresse in termini di DSP, le posizioni di riserva sul Fondo si sono infatti ridotte di DSP 3,4 miliardi. Come spiegato in precedenza, questo calo riflette in gran parte il mutato ruolo del FMI da prestatore netto di nuovi fondi a destinatario di rimborsi netti. In totale, i rimborsi lordi al Fondo sono ammontati a DSP 5,7 miliardi, mentre i prelievi lordi (esclusi quelli sulle *tranches* di riserva) sono stati di soli DSP 3,8 miliardi. Di conseguenza, l'ammontare dei crediti in essere del FMI è sceso da DSP 35,2 a 33,4 miliardi. Nel 1984 e nel 1985 il Fondo era stato un prestatore netto nella misura di DSP 5 e 0,4 miliardi rispettivamente.

La riduzione dei crediti accordati dal Fondo ha interessato quasi tutte le aree geografiche, con l'unica eccezione dei paesi dell'America Latina, nei cui confronti le attività nette hanno mostrato un lieve aumento. All'interno dell'America Latina, i principali destinatari di nuovi crediti del Fondo sono stati il Messico (DSP 0,6 miliardi), l'Argentina e il Cile (DSP 0,1 miliardi ciascuno), mentre il Brasile ha rimborsato DSP 0,5 miliardi. La Cina, che ha ottenuto DSP 0,6 miliardi, è stato l'unico importante mutuatario al di fuori dell'America Latina. Rimborsi netti di notevole entità sono stati effettuati da India, Pakistan, Sudafrica e Turchia (DSP 0,3 miliardi ciascuno). Alla fine dell'anno erano in essere trentuno accordi *standby* e schemi di finanziamento allargato. Il margine totale non utilizzato nel quadro di queste facilitazioni è sceso a DSP 2,8 miliardi, rispetto a DSP 4,7 miliardi nell'anno precedente. Oltre a ciò sono stati conclusi nove accordi nel quadro delle facilitazioni per l'aggiustamento strutturale, stabilite nel marzo 1986 allo scopo di fornire assistenza finanziaria ai paesi in via di sviluppo a basso reddito che attuano programmi volti ad attenuare difficoltà protratte di bilancia dei pagamenti e a promuovere lo sviluppo economico. L'ammontare complessivo delle erogazioni nel quadro di queste facilitazioni è stato di DSP 0,1 miliardi; ulteriori DSP 0,1 miliardi sono stati stanziati ma non prelevati.

L'espansione nelle riserve totali non auree nel 1986 non si è ripartita in modo molto uniforme fra i paesi. Essa è il risultato netto di ampie acquisizioni di riserve

da parte di un ristretto numero di paesi e di una crescita molto modesta o di vere e proprie riduzioni negli altri paesi. Le riserve dei paesi industriali sono aumentate di \$59 miliardi in termini di dollari e, fra i PVS, Taiwan ha registrato un incremento di \$23,8 miliardi. Per contro, le riserve ufficiali dei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente si sono ridotte di \$6,4 miliardi e quelle dei restanti paesi in via di sviluppo (escludendo Taiwan) di \$7,4 miliardi, malgrado i considerevoli guadagni dovuti a effetti di cambio sulle riserve in monete diverse dal dollaro.

Le disponibilità non auree dei paesi del Gruppo dei Dieci sono cresciute di \$49,6 miliardi, di cui \$27 miliardi sono attribuibili alle variazioni in volume. Il Giappone ha registrato l'incremento di gran lunga maggiore, con una crescita delle riserve di \$15,5 miliardi, pari a quasi il 60%. Ingenti acquisizioni sono state registrate anche da Germania (\$7,4 miliardi), Regno Unito (\$5,6 miliardi), Francia (\$4,9 miliardi), Italia (\$4,5 miliardi) e Svizzera (\$3,8 miliardi). La crescita delle disponibilità del Regno Unito è in gran parte attribuibile ad una emissione di *euronotes* a tasso variabile per \$4 miliardi, effettuata dal governo britannico nel settembre 1986 con l'intento di rafforzare la propria posizione di riserva in valuta. In tutti e cinque questi paesi europei, al contrario del Giappone, gli effetti di cambio hanno ampiamente contribuito agli incrementi. Un cospicuo aumento di riserve, pari a \$5,4 miliardi, ovvero al 17%, è stato inoltre ottenuto dal paese a principale moneta di riserva, ossia gli stessi Stati Uniti, ma gli effetti di cambio sono addirittura superiori a questo aumento.

Negli altri paesi industriali il valore in dollari delle riserve non auree è cresciuto di \$9,4 miliardi, o di quasi il 17%. La Nuova Zelanda e la Spagna hanno registrato gli incrementi più ampi, pari a \$4,2 e 3,6 miliardi rispettivamente. Le riduzioni si sono concentrate nei paesi nordici, con un calo delle riserve di Finlandia e Norvegia di \$2 e 1,1 miliardi rispettivamente.

La crescita delle riserve totali dei paesi in via di sviluppo è stata pari a \$10 miliardi; tuttavia, se si esclude Taiwan, si è avuto un calo di \$13,8 miliardi, il più ampio finora registrato. Le perdite di riserve si sono soprattutto concentrate nei paesi OPEC, che nei periodi di rialzo del prezzo del petrolio avevano registrato ampie acquisizioni. In dollari correnti, le riserve ufficiali non auree dell'Arabia Saudita si sono ridotte di \$6,7 miliardi, ovvero del 27%, quelle del Venezuela di \$3,8 miliardi e quelle dell'Algeria di \$1,2 miliardi. Per quel che riguarda i PVS non OPEC, lo scorso anno le più ingenti perdite di riserve si sono avute tra i paesi dell'America Latina, area in cui sono fortemente concentrate le difficoltà connesse al servizio del debito. Il Brasile ha ridotto le proprie disponibilità ufficiali da \$10,6 a 5,8 miliardi, e l'Argentina ha registrato un calo da \$3,1 a 2,3 miliardi. Le riserve del Messico si sono ridotte da \$4,9 miliardi alla fine del 1985 a \$3,3 miliardi nel settembre 1986, ma sono poi risalite a \$5,7 miliardi nella restante parte dell'anno, allorché il paese ha potuto beneficiare di un riafflusso di capitali indotto dall'orientamento più restrittivo della politica economica.

Il forte aumento delle riserve di Taiwan si contrappone agli andamenti registrati nella maggior parte degli altri PVS dell'Asia, compresi i paesi di nuova industrializzazione. Ad esempio, la Corea del Sud ha incrementato le proprie riserve di soli \$0,5 miliardi, anche se l'aumento avrebbe potuto essere più consistente se non si fosse provveduto a rimborsare parte del debito estero. La Cina ha ridotto le proprie disponibilità di \$1,3 miliardi. Per contro, una crescita considerevole è stata

ottenuta dalle Filippine, le cui disponibilità sono quasi triplicate, portandosi a \$ 1,7 miliardi, e dalla Malesia (+\$ 1,1 miliardi). L'aumento delle riserve di Taiwan è stato superiore a quello registrato da qualsiasi altro paese e, alla fine dell'anno, le sue disponibilità, pari a \$ 46,3 miliardi, erano inferiori soltanto a quelle della Germania.

Nel 1986 si è registrato un accentuato cambiamento nella struttura degli impieghi delle riserve ufficiali in valuta. Le disponibilità ufficiali di dollari detenute negli Stati Uniti, che avevano registrato solo un incremento marginale nel 1985, hanno avuto un forte aumento di \$ 28,1 miliardi, ossia del 21%. Contemporaneamente, le disponibilità ufficiali identificate, detenute sui mercati nazionali al di fuori

Struttura degli impieghi delle riserve valutarie

Voci	Flussi						Consistenze a fine 1986
	in dollari correnti			a tassi di cambio costanti			
	1984	1985	1986 <sup>1</sup>	1984	1985	1986 <sup>1</sup>	
	in miliardi di dollari USA						
1. Riserve ufficiali detenute negli Stati Uniti <sup>2</sup> . . . . .	4,7	2,4	28,1	4,7	2,4	28,1	162,9
2. Riserve ufficiali detenute su altri mercati nazionali: <sup>2</sup> . . . . .	5,7	18,6	11,9	11,7	5,2	- 4,0	82,3
marchi tedeschi . . . . .	2,0	9,4	9,3	4,6	3,6	1,1	39,7
franchi svizzeri . . . . .	-0,4	1,0	-1,1	-	0,3	-2,1	2,5
yen . . . . .	2,7	5,4	2,8	3,5	1,9	-2,2	22,1
sterline . . . . .	1,5	1,3	0,2	2,9	-0,7	-	10,1
franchi francesi . . . . .	-	1,1	0,1	0,4	0,3	-0,6	3,9
fiorini olandesi . . . . .	0,1	0,5	0,2	0,4	-0,1	-0,4	2,5
altre monete . . . . .	-0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	0,2	1,5
3. Eurodepositi ufficiali presso banche nei paesi europei <sup>3</sup> , in Canada, in Giappone e presso alcune filiali <i>offshore</i> di banche USA <sup>4</sup> : . . . . .	11,7	9,0	- 2,2	14,7	2,1	-10,8	97,3
dollari . . . . .	8,8	1,2	0,2	8,8	1,2	0,2	64,9
marchi tedeschi . . . . .	2,8	3,3	-3,8	4,7	-1,4	-9,1	16,2
franchi svizzeri . . . . .	-	0,5	0,6	0,5	-0,4	-0,5	4,6
yen . . . . .	0,5	2,6	0,1	0,7	1,8	-1,3	5,7
sterline . . . . .	-	0,1	-0,2	0,1	-	-0,2	0,4
franchi francesi . . . . .	0,1	-	0,1	0,1	-0,1	-	0,5
fiorini olandesi . . . . .	-0,2	0,5	0,4	-0,1	0,4	0,1	1,5
altre monete . . . . .	-0,3	0,8	0,4	-0,1	0,6	-	3,5
4. Partite non classificate . . . . .	2,9	6,1	18,8	4,4	2,9	15,6	51,1
Totale . . . . .	25,0	36,1	56,6	35,5	12,6	28,9	393,6
<i>Poste per memoria:</i>							
<i>passività USA dichiarate verso istituzioni ufficiali estere (esclusi i dollari oggetto di swap contro ECU)</i> . . . . .	4,7	- 2,5	28,9	4,7	- 2,5	28,9	194,7
<i>totale dei depositi dei paesi OPEC<sup>5</sup> presso le banche dichiaranti<sup>6</sup> al di fuori degli Stati Uniti</i> . . . . .	-4,7	12,1	-15,6	- 1,1	6,2	-21,4	123,3

Nota: le cifre riportate in tabella comprendono le variazioni nel valore in dollari delle riserve detenute in altre monete conseguenti ai movimenti dei tassi di cambio.

<sup>1</sup> Dati provvisori. <sup>2</sup> Parzialmente basate su dati del FMI. <sup>3</sup> Austria, Belgio-Lussemburgo, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Norvegia, Regno Unito, Spagna, Svezia e Svizzera. <sup>4</sup> Nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. <sup>5</sup> I dati escludono il Bahrain. <sup>6</sup> I dati comprendono le posizioni delle banche nei paesi elencati alla nota 3, più quelle di tutte le banche nelle Bahamas, Isole Cayman, Hong Kong e Singapore e di tutti gli stabilimenti *offshore* nel Bahrain e di tutte le banche *offshore* operanti nelle Antille Olandesi.

degli Stati Uniti o depositate presso banche sull'euromercato, si sono ridotte di \$ 14,8 miliardi in volume (cioè al netto degli effetti di cambio), mentre nel 1985 avevano registrato un aumento di \$ 7,3 miliardi.

Questi andamenti non sembrano principalmente dovuti a cambiamenti nelle preferenze sugli impieghi delle riserve ufficiali, ma sono ampiamente ricollegabili al modo in cui si sono prodotti lo scorso anno i movimenti nelle riserve. In primo luogo, come ricordato in precedenza, l'indebolimento del dollaro ha comportato ampi acquisti ufficiali a sostegno della moneta americana da parte di paesi come il Giappone che detengono in dollari e negli Stati Uniti la maggior parte delle proprie disponibilità. In secondo luogo, l'emergere di tensioni sui cambi all'interno dello SME ha indotto alcuni paesi membri a sostenere la propria moneta, prelevando sulle loro disponibilità in altre monete partecipanti, investite in larga parte sull'euromercato. Come si rileva dalla tabella della pagina precedente, nel 1986 il principale fattore alla base della contrazione nel volume di depositi ufficiali in eurovalute è stato il prelievo di \$ 9,1 miliardi sui saldi ufficiali in euromarchi.

Oltre a questi prelievi sui depositi dei paesi membri dello SME, lo scorso anno si è avuta un'ampia riduzione, pari a \$ 21,4 miliardi, nei depositi OPEC presso banche situate al di fuori degli Stati Uniti, come si può vedere dalla seconda posta per memoria nella tabella. Parte di questo calo pare provenire da prelievi dai saldi ufficiali in dollari sull'euromercato. Il fatto che ciononostante i depositi ufficiali in eurodollari siano rimasti praticamente invariati lo scorso anno può essere probabilmente attribuito all'ampio afflusso di nuovi depositi ufficiali in eurodollari da parte di Taiwan, che ha compensato il prelievo di fondi ufficiali OPEC.

Un altro aspetto saliente del 1986 è stato il forte aumento delle partite non classificate, pari a \$ 15,6 miliardi in dollari costanti. La causa principale di questo andamento può essere stata la crescente tendenza ad investire le riserve sul mercato mobiliare mediante acquisti ufficiali di titoli internazionali, come la *eurocommercial paper* e le obbligazioni a tasso variabile FRN. Una parte considerevole di tali attività è indubbiamente denominata in dollari, e si può pertanto stimare che, nel complesso, le riserve ufficiali in dollari siano aumentate lo scorso anno in misura leggermente superiore a \$ 35 miliardi, mentre le riserve denominate in altre monete e valutate a cambi costanti sono scese di circa \$ 7 miliardi. Il quadro è ovviamente molto diverso se si tiene conto dell'effetto del deprezzamento della moneta americana sul valore, in dollari, delle attività di riserva denominate in altre monete. Si può stimare che, in termini di dollari correnti, il valore delle riserve detenute in monete diverse da quella americana sia aumentato di oltre \$ 20 miliardi.

Nel primo trimestre del 1987 si sono rafforzate le tendenze di crescita delle riserve internazionali già emerse nel corso del 1986. Gli afflussi di capitali privati verso gli Stati Uniti sono diminuiti nettamente e, a volte, si sono addirittura invertiti, cosicché il saldo delle partite correnti USA è stato finanziato essenzialmente attraverso acquisti ufficiali di dollari. Ancor più che nel 1986, la crescita delle riserve si è concentrata in un ristretto numero di paesi. I soli paesi del Gruppo dei Dieci hanno registrato un aumento delle riserve di \$ 34,8 miliardi, ovvero di quasi lo stesso ammontare dell'intero 1986; di questo aumento \$ 28,3 miliardi riguardano la componente in dollari. I più forti incrementi di riserve sono stati ottenuti da Giappone (\$ 15,8 miliardi), Italia (\$ 4,6 miliardi), Canada (\$ 3,7 miliardi), Germania (\$ 3,3 miliardi), Regno Unito (\$ 3,1 miliardi) e Francia (\$ 2,9

miliardi). Le acquisizioni di Italia e Francia sono in buona parte il risultato dell'inversione nei flussi di capitali dopo il riallineamento delle parità dello SME di gennaio. Al di fuori dell'Europa, le riserve valutarie di Taiwan sono ulteriormente salite di \$8,2 miliardi nei primi tre mesi dell'anno.

Negli anni recenti è divenuta sempre più incerta la significatività di parametri o indicatori "meccanici" della situazione generale della liquidità internazionale. Le fluttuazioni dei tassi di cambio delle principali monete di riserva sono state di ampie dimensioni e ciò comporta un cambiamento nello stesso metro di misura. Inoltre, come dimostra la prima parte di questo paragrafo, l'entità degli effetti di valutazione richiede che si considerino non solo le variazioni nominali, ma anche i dati al netto delle variazioni di cambio, soprattutto nei casi in cui una quota consistente delle riserve è denominata in monete o unità di conto diverse dal dollaro.

In secondo luogo, i mutamenti di ampia portata prodottisi sui mercati finanziari hanno fornito alle autorità nuove opzioni nella gestione della propria liquidità internazionale. Nella misura in cui i paesi fanno sempre più affidamento sulla loro capacità di ottenere fondi liquidi con il ricorso al credito, l'attivazione di accordi di *swap* o l'impiego di linee *standby*, i dati sulle attività ufficiali di riserva forniscono un quadro inadeguato. In particolare, le statistiche sulle riserve complessive nascondono differenze nelle disponibilità fra i diversi gruppi di paesi, in quanto soltanto i paesi industriali possono usufruire di accordi di *swap* ufficiali e di altre facilitazioni di credito a breve termine, mentre un gran numero di paesi in via di sviluppo non dispone di facilitazioni ufficiali di credito né è in grado di ottenere fondi a breve sui mercati privati.

Non è del tutto chiaro, inoltre, in che misura occorra "depurare" delle passività a breve sull'estero il valore stimato della liquidità internazionale. Fintanto che la situazione resta normale e un paese non deve attingere alle proprie riserve, non parrebbe necessaria nessuna depurazione. Tuttavia, quando insorgono dei problemi ed i paesi sono costretti a far uso delle proprie riserve, il rifinanziamento del debito estero può diventare difficile e il margine di manovra a disposizione delle autorità mediante l'accesso a riserve assunte a prestito potrebbe risultare illusorio.

Infine, le valutazioni globali dei cambiamenti nella situazione di liquidità internazionale diventano particolarmente inadeguate quando, come nel 1986, la crescita delle riserve si è distribuita in modo molto diseguale, concentrandosi nei paesi con riserve già molto elevate, per i quali l'utilità marginale delle disponibilità aggiuntive tende ad essere corrispondentemente ridotta.

Riassumendo, si può con una certa sicurezza affermare che la situazione della liquidità internazionale si presenta nei termini seguenti: in alcuni fra i più importanti paesi industriali e in qualche PVS dell'Asia si ha una situazione di abbondanza di riserve, che di recente è addirittura migliorata; negli altri paesi industriali le condizioni di liquidità sono in generale abbastanza soddisfacenti e non vi sono problemi di affidabilità creditizia; nella maggior parte dei PVS permangono da molti anni condizioni di scarsità di riserve. E' poco probabile che un'ulteriore forte crescita delle riserve internazionali a livello globale, derivante dal finanziamento di una più ampia quota del disavanzo corrente USA tramite acquisti ufficiali di dollari, sia in grado di modificare significativamente questo quadro nei prossimi anni.

## VIII. L'ATTIVITA' DELLA BANCA

### 1. Conclusione di un Accordo di Sede con il Consiglio federale svizzero

Il 10 febbraio 1987 la Banca ha concluso con il Consiglio federale svizzero un Accordo di Sede il cui testo è stato pubblicato il 3 marzo 1987 nella Raccolta sistematica delle leggi della Confederazione Elvetica. Quasi tutte le istituzioni internazionali stabilite in Svizzera dispongono ora di un siffatto accordo, che ne definisce lo status giuridico nel paese ospitante.

L'Accordo di Sede della BRI riconosce espressamente la personalità giuridica internazionale della Banca, e ne statuisce la libertà di azione e di riunione, la totale immunità di censura nelle comunicazioni ufficiali, la libera disponibilità dei fondi, la libertà nella conduzione delle operazioni e l'inviolabilità dei locali, dei documenti e degli archivi; esso definisce il trattamento doganale e fiscale della Banca e lo status giuridico all'interno della Svizzera dei membri della Direzione e del personale della Banca, nonché dei rappresentanti delle banche centrali. Inoltre, l'Accordo fa proprie le disposizioni dello Statuto della Banca concernenti le immunità di giurisdizione e di esecuzione. Infine, l'Accordo di Sede prevede l'istituzione di un Tribunale Amministrativo della BRI, cui è attribuita la competenza esclusiva a giudicare le eventuali controversie fra la Banca ed i componenti del personale in servizio attivo o pensionati.

L'effetto principale dell'Accordo di Sede è quello di consolidare e di aggiornare lo status della Banca in Svizzera alla luce dell'evolversi della prassi amministrativa nel corso degli anni. Esso va ad integrare la Convenzione concernente la BRI del 20 gennaio 1930, la Carta costitutiva e lo Statuto della Banca, ed il Protocollo di Bruxelles del 30 luglio 1936, che restano in vigore a tutti gli effetti. L'Accordo conferma pertanto lo status internazionale della BRI e rappresenta una pietra miliare nella storia della Banca.

### 2. 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 ha continuato a seguire sistematicamente gli sviluppi dell'attività bancaria e finanziaria internazionale, ed a discutere in tale contesto i problemi concernenti il funzionamento dei mercati internazionali dei capitali. Inoltre, il Comitato ha redatto un programma per l'attuazione delle raccomandazioni in materia di segnalazione statistica formulate nel rapporto, preparato da un gruppo di studio formato da funzionari delle banche centrali del Gruppo dei Dieci, intitolato "Recent Innovations in International Banking", di cui dall'aprile 1986 sono state distribuite su scala mondiale oltre 17.500 copie. Tali raccomandazioni mirano a migliorare le informazioni statistiche sugli sviluppi nei mercati finanziari internazionali, fra cui quelle concernenti le acquisizioni ed emissioni di titoli internazionali da parte delle banche e l'evoluzione del mercato delle *euronotes*. 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 bancaria e le procedure di vigilanza (noto anche come "Basle Supervisors' Committee") ha continuato a seguire ed analizzare gli sviluppi che possono incidere sulla solidità gestionale e patrimoniale delle banche internazionali, ed a promuovere la collaborazione fra le autorità di vigilanza. Allo scopo di favorire l'adozione di parametri più strettamente convergenti per la valutazione dell'adeguatezza patrimoniale delle banche internazionali, il Comitato ha dedicato particolare attenzione ad uno schema di misurazione elaborato al fine di consentire un raffronto di massima, su una base compiuta e coerente, dei criteri applicati nei vari paesi. Per quanto concerne la cooperazione internazionale nell'attività di vigilanza sugli stabilimenti bancari esteri fra le autorità del paese della casa-madre e quelle del paese ospitante, dando seguito al "Concordato" del 1983, il Comitato ha predisposto, in collaborazione con i rappresentanti degli organi di vigilanza di altri paesi, un rapporto contenente una serie di raccomandazioni di ordine pratico in questo settore. Lo scorso ottobre entrambi i rapporti sono stati discussi ad Amsterdam in occasione della Quarta Conferenza Internazionale degli organi di vigilanza bancaria, organizzata congiuntamente dalla Nederlandsche Bank e dal Comitato, alla quale hanno partecipato i rappresentanti di quasi novanta paesi.

Il Gruppo di esperti sui sistemi di pagamento ha proseguito gli scambi di vedute sugli sviluppi in atto nel campo degli strumenti e dei sistemi di pagamento nei paesi del Gruppo dei Dieci. Il Gruppo ha altresì intrapreso un'analisi dei problemi che possono sorgere nelle varie fasi del trasferimento internazionale di fondi.

Il Gruppo di esperti di informatica ha tenuto una serie di riunioni *ad hoc* per esaminare le seguenti questioni: l'uso congiunto delle procedure di elaborazione dei dati e delle telecomunicazioni; l'evoluzione del ruolo degli utenti e dei servizi di EAD nell'elaborazione dei progetti; lo sviluppo dell'elaborazione elettronica dei dati e dell'automazione nelle banche centrali. Il Gruppo ha altresì seguito attentamente l'attività di emissione di strumenti finanziari, con particolare riguardo alle

precauzioni di ordine tecnico da adottare al fine di garantire, anche in caso di gravi anomalie di funzionamento, l'ininterrotta operatività dei sistemi informativi e di telecomunicazione che servono in particolare da canale per i trasferimenti elettronici di fondi.

Il Gruppo di esperti sulle questioni relative alla banca dei dati monetari ed economici ha ulteriormente potenziato e perfezionato il servizio di raccolta ed elaborazione di dati macroeconomici per le banche centrali del Gruppo dei Dieci e la BRI. L'attenzione si è ulteriormente focalizzata sulle procedure automatiche di segnalazione e di accesso relative alle statistiche bancarie internazionali. Una realizzazione di particolare importanza è costituita dal sistema che consente a diverse istituzioni di trasmettere ed elaborare tali dati secondo procedure standard concordate. Il Gruppo ha inoltre proceduto alla sperimentazione di tecniche interattive ad uso degli economisti e degli statistici delle banche centrali, concepite specificatamente al fine di permettere un rapido accesso alle serie statistiche ed alla connessa documentazione attraverso collegamenti telematici con la banca dei dati.

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 (FECO), 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 dodici paesi comunitari, mentre in altre occasioni è stata estesa ad altri paesi industriali, tra cui Austria, Canada, Giappone, Norvegia, Stati Uniti, Svezia e Svizzera); ed un gruppo incaricato di esaminare periodicamente le politiche monetarie perseguite dai paesi membri, il loro coordinamento a livello comunitario e le ripercussioni degli sviluppi nel campo della finanza pubblica; questo gruppo è altresì incaricato di effettuare studi *ad hoc* su particolari questioni (ad esempio, nel 1986, gli effetti del crescente impiego di strumenti di mercato sulla conduzione della politica monetaria).

Durante l'esercizio finanziario 1986-87, 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 dedicato particolare attenzione alle questioni relative alla liberalizzazione dei movimenti di capitali nella Comunità; esso ha espresso il proprio parere sulle ulteriori misure di liberalizzazione adottate nell'autunno 1986 ed ha proseguito l'esame delle implicazioni che la piena libertà di circolazione dei capitali può avere, in particolare, per la politica monetaria e per il

funzionamento dello SME; il conseguimento di questo obiettivo è una delle tappe verso la realizzazione del mercato interno entro il 1992. Il Comitato ha anche seguito attentamente l'evoluzione delle transazioni in ECU private.

### 3. Le funzioni di Agente, Fiduciario e Terzo designato

Durante lo scorso anno la Banca ha continuato a svolgere diverse funzioni di Agente, Fiduciario e Terzo designato connesse a regolamenti finanziari internazionali.

a) *Fiduciario per i prestiti governativi internazionali e Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio (CECA)*

Per quanto concerne le funzioni di Fiduciario che la Banca ha svolto per le nuove emissioni obbligazionarie del governo della Repubblica federale di Germania – 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, in veste di Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la CECA, ha amministrato dal 1954 i prestiti emessi dalla CECA ai sensi di questo contratto; i saldi ancora in essere sui conti aperti a tale scopo saranno trasferiti quanto prima alla Commissione delle Comunità europee, Lussemburgo, in quanto l'ultimo prestito è stato rimborsato nel corso dell'esercizio finanziario 1985–86.

b) *Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM)*

La Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Agente del FECOM, assunte a partire dal 1° giugno 1973\*. Queste 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 1986 al 31 marzo 1987 gli interventi compiuti dalle banche centrali dello SME nelle valute di altri paesi membri sono stati particolarmente rilevanti. Essi sono stati effettuati prevalentemente all'interno dei margini di fluttuazione e non hanno dato luogo quindi ad operazioni di finanziamento o di regolamento per il tramite del FECOM. Il Fondo ha invece registrato gli interventi effettuati ai margini della fascia di oscillazione principalmente durante due periodi, ossia all'indomani del riallineamento del 7 aprile 1986 e, per importi più rilevanti, nei giorni precedenti il riallineamento del 12 gennaio 1987.

Il volume di ECU emesso dal FECOM attraverso le operazioni trimestrali di *swap* con ciascuna delle banche centrali comunitarie ammontava al 31 marzo 1987 ad un totale di ECU 44,8 miliardi, equivalenti a circa \$USA 51 miliardi al tasso di cambio corrente a quella data. Va rilevato che al 31 marzo 1986 il volume di ECU

---

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

era ammontato a quasi ECU 43,8 miliardi. Il leggero aumento nell'arco dell'anno è in realtà il risultato di due movimenti di segno opposto: da un lato, un incremento di oltre un terzo delle contribuzioni in dollari delle banche centrali partecipanti, di riflesso all'espansione delle loro riserve e, dall'altro, una forte diminuzione del tasso di cambio del dollaro. I trasferimenti di ECU tra i conti "riserve in ECU" delle banche centrali dello SME e di interessi corrisposti sulle posizioni nette in ECU delle banche centrali medesime sono ammontati a ECU 3,9 miliardi.

Per quanto concerne l'amministrazione delle operazioni finanziarie attive e passive della Comunità, durante il periodo sotto rassegna l'Agente del Fondo ha continuato a ricevere dai mutuatari, e a trasferire ai creditori della Comunità, gli importi dovuti per interessi maturati, commissioni e spese sui prestiti in essere. Esso ha inoltre effettuato le transazioni finanziarie connesse alle seguenti operazioni attinenti ai prestiti a favore della Francia e della Grecia.

1) L'Agente ha effettuato, alla data di scadenza degli interessi dell'8 luglio 1986, i trasferimenti relativi al rimborso anticipato dell'intero prestito a tasso variabile 1983-1990 per \$USA 1.800 milioni, il cui ricavato era stato mutuato alla Repubblica francese nel 1983.

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 Grecia un prestito suddiviso in due *tranches* di uguale importo, per un totale di ECU 1.750 milioni, o il suo equivalente in altre monete. La prima *tranche* è stata messa a disposizione agli inizi del 1986 ed è stata finanziata mediante quattro emissioni pubbliche (si veda la cinquantaseiesima Relazione annuale, pagina 183); la seconda *tranche* del prestito è stata messa a disposizione nel febbraio, marzo e aprile 1987. Il corrispondente finanziamento da parte della Comunità ha assunto la forma delle seguenti cinque emissioni pubbliche:

- ECU 350 milioni (ECU 150 milioni, *notes* 1992, 7½% annuo e ECU 200 milioni, *notes* 1994, 7⅝% annuo);
- \$USA 250 milioni, *notes* 1993, 7¼% annuo;
- Yen 25 miliardi, *notes* 1993, 4¾% annuo;
- DM 300 milioni, *notes* 1993, 5⅜% annuo;
- DM 30 milioni sotto forma di *borrower's note* 1992, 5,54% annuo.

La tabella che segue indica, alla data del 31 marzo 1987, 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	yen	ECU
	in milioni				
Francia . . . . .	940	—	—	—	150
Grecia . . . . .	400	830*	227	25.000	700
Totale . . . . .	1.340	830	227	25.000	850

\* DM 30 milioni messi a disposizione della Grecia il 2 aprile 1987.

c) *Agente del sistema di compensazione delle operazioni in ECU private*

Nel corso del passato esercizio finanziario la Banca ha iniziato ad espletare le sue funzioni di Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle transazioni in ECU private in conformità dell'accordo stipulato il 21 marzo 1986 con l'Associazione bancaria per l'ECU (ABE). L'accordo è entrato in vigore il 1° ottobre 1986 per un periodo sperimentale di dodici mesi. Il sistema posto in essere è descritto nella Relazione dello scorso anno (pagine 184-185).

L'esperienza acquisita durante i primi mesi del periodo suddetto ha indotto la Banca e l'ABE, come previsto fin dall'inizio, a emendare ed integrare alcune disposizioni attinenti al funzionamento tecnico del sistema di compensazione. Questi emendamenti, volti principalmente a facilitare l'esecuzione quotidiana delle operazioni di compensazione, compaiono in un nuovo accordo che sostituisce, con effetto dal 30 aprile 1987, quello firmato il 21 marzo 1986.

Inoltre, è previsto di estendere l'accesso al sistema a nuove banche commerciali a partire dal luglio 1987, elevando gradualmente il numero delle istituzioni partecipanti in funzione delle possibilità tecniche e conformemente alle procedure approvate dagli organi competenti dell'ABE.

#### **4. Assistenza finanziaria alle banche centrali**

Nell'agosto 1986 è stata concordata una linea di credito a favore del Banco de México per l'importo di \$USA 1.600 milioni, finanziata in misura di \$USA 1.100 milioni dal Tesoro USA, dalla BRI e dalle banche centrali di quattro paesi dell'America Latina (Argentina, Brasile, Colombia e Uruguay). I rimanenti \$USA 500 milioni sono stati forniti da un gruppo di banche commerciali. La facilitazione ufficiale di \$USA 1.100 milioni è stata utilizzata in due *tranches* successive; il suo rimborso ha avuto inizio alla fine del settembre 1986, in concomitanza con prelievi sul FMI, e si è concluso a metà febbraio 1987. La quota della BRI è ammontata a \$USA 400 milioni ed è stata accordata con la garanzia di undici banche centrali partecipanti.

Nell'ottobre 1986 è stato richiesto alla BRI di partecipare ad una linea di credito in favore della Banca Centrale della Nigeria a titolo di prefinanziamento per l'avvio del nuovo programma di aggiustamento economico interno approvato dalla Banca Mondiale ed avallato dal FMI, in vista dell'erogazione di fondi provenienti da diversi prestiti della Banca Mondiale. La facilitazione è ammontata a \$USA 250 milioni, dei quali \$USA 176 milioni forniti dalla BRI con la garanzia di cinque banche centrali partecipanti, \$USA 37 milioni dal Tesoro USA e \$USA 37 milioni dall'istituto tedesco "Kreditanstalt für Wiederaufbau". Il credito della BRI è stato suddiviso in due *tranches*: la prima è stata resa disponibile il 31 ottobre 1986 e prevedeva la scadenza finale al 27 febbraio 1987; la seconda non è mai stata utilizzata. L'intera linea di credito è stata estinta anticipatamente il 10 dicembre 1986.

Il credito di prefinanziamento concordato nel marzo 1987 a favore del Banco Central de la República Argentina è ammontato complessivamente a \$USA 500 milioni, di cui \$USA 275 milioni messi a disposizione dalla BRI e \$USA 225 milioni dal Tesoro USA. Tali facilitazioni sono collegate ad un programma del FMI che comprende in particolare un finanziamento di DSP 388,7 milioni nel quadro della

"Compensatory Financing Facility" la cui attivazione è prevista al più tardi entro il 15 luglio 1987. Questa linea creditizia tiene altresì conto di un credito *standby* del Fondo per DSP 1.113 milioni. Essa è stata integralmente utilizzata il 9 marzo 1987 e dovrà essere rimborsata entro il 15 luglio 1987. La contribuzione della BRI è assistita dalla garanzia di undici banche centrali partecipanti.

### 5. Le operazioni del Dipartimento bancario

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1987, certificati dai revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro\*.

Alla fine dell'esercizio finanziario 1986-87, chiuso al 31 marzo 1987, il totale di bilancio ammontava a	F. oro 29.944.209.515
contro, al 31 marzo 1986,	F. oro 26.558.446.075
L'aumento è stato quindi di	F. oro 3.385.763.440
ossia del 13%.	

Questa espansione nel totale di bilancio, per il quinto anno consecutivo, è leggermente inferiore a quella registrata alla fine dell'esercizio precedente. Essa è nuovamente dovuta per la maggior parte all'apprezzamento, in termini di franchi oro, delle poste di bilancio denominate in monete diverse dal dollaro USA. Tale apprezzamento è proseguito, quasi senza interruzione, durante tutto l'esercizio finanziario; solo nei mesi di maggio e ottobre 1986 e di febbraio 1987 si sono avuti movimenti in senso opposto. L'aumento del totale di bilancio va anche ascritto, sebbene per una quota più modesta, ai nuovi depositi affluiti in valuta e, in minor misura, in oro.

Va notato che l'aumento netto delle risorse sotto forma di depositi in valuta - dollari USA e marchi tedeschi - ha avuto luogo nel corso degli ultimi mesi dell'esercizio finanziario; esso ha portato il totale di bilancio al suo massimo livello sia di fine mese sia di fine esercizio.

BRI: totali di bilancio negli ultimi cinque esercizi finanziari

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Totale di bilancio	Variazione rispetto all'esercizio precedente	
	in milioni di franchi oro		percentuali
1983	20.358	+ 1.301	+ 7
1984	21.276	+ 918	+ 5
1985	22.852	+ 1.576	+ 7
1986	26.558	+ 3.706	+ 16
1987	29.944	+ 3.386	+ 13

\* 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.

Nel Bilancio non sono compresi:

- gli effetti e gli altri titoli detenuti in custodia per conto di banche centrali e di altri depositanti;
- le attività detenute in virtù delle funzioni svolte dalla Banca (come Terzo designato o Fiduciario) in connessione con prestiti internazionali;
- le partite contabili derivanti dalle funzioni della Banca quale Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria, di cui al precedente paragrafo 3.;
- l'oro in custodia presso la Banca per conto di vari depositanti, che al 31 marzo 1987 ammontava all'equivalente di 1.165 milioni di franchi oro (contro 1.155 e 1.164 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
	in milioni di franchi oro			
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
1987	1.270	27.626	1.048	29.944

A. Capitale e riserve

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 1986-87 F. oro 550.352.793

contro 523,9 milioni di franchi oro al 31 marzo 1986; la differenza di 26,4 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*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1986-87 F. oro 25.530.055

L'ammontare di questo Fondo era rimasto invariato, a 21,5 milioni di franchi oro, dalla fine dell'esercizio finanziario 1981-82. In conformità delle disposizioni dell'articolo 51(4) dello Statuto, è stato proposto di trasferire a questo Fondo un ammontare di 4 milioni di franchi oro dall'utile netto dell'esercizio.

4) *Fondo di riserva libero*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1986-87 F. oro 368.530.236

contro 332,9 milioni di franchi oro al 31 marzo 1986; il proposto trasferimento al Fondo, dall'utile netto, è di 35,6 milioni di franchi oro.

Dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1986-87, le riserve totali della Banca ammontano pertanto a F. oro 974.483.397

con un aumento di 66 milioni di franchi oro.

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
	1986	1987	
	in milioni di franchi oro		
Depositi di banche centrali . . . . .	23.836	26.229	+ 2.393
Depositi di altri depositanti . . . . .	848	1.397	+ 549
Totale . . . . .	24.684	27.626	+ 2.942

I depositi delle banche centrali si sono accresciuti del 10% circa, e nettamente più pronunciato, anche se in termini solo relativi, è stato l'incremento dei depositi di altri depositanti, dovuto soprattutto ai nuovi fondi affluiti da un'organizzazione internazionale.

La quota dei depositi di banche centrali sulle risorse totali è scesa al 94,9% rispetto al 96,6% alla fine del precedente esercizio finanziario e quella dei depositi di altri depositanti è corrispondentemente salita dal 3,4 al 5,1%.

**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
	1986	1987		1986	1987		1986	1987	
in milioni di franchi oro									
A vista . . . . .	4.426	4.526	+ 100	924	1.636	+ 712	5.350	6.162	+ 812
Fino a tre mesi . . . . .	10	8	- 2	18.611	20.866	+2.255	18.621	20.874	+2.253
Ad oltre tre mesi . . . . .	-	-	-	713	590	- 123	713	590	- 123
<b>Totale . . . . .</b>	<b>4.436</b>	<b>4.534</b>	<b>+ 98</b>	<b>20.248</b>	<b>23.092</b>	<b>+2.844</b>	<b>24.684</b>	<b>27.626</b>	<b>+2.942</b>

Mentre il totale delle risorse finanziarie esterne si è accresciuto, i depositi ad oltre tre mesi sono calati ulteriormente, proseguendo la tendenza già manifestata alla fine dell'esercizio precedente. La loro quota è scesa ad appena il 2,1%, rispetto al 2,9% al 31 marzo 1986. I depositi a vista hanno rappresentato il 22,3% delle risorse totali, contro il 21,7% dell'esercizio precedente, e i depositi fino a tre mesi il 75,6% a fronte del 75,4%.

L'ammontare complessivo dei depositi in oro è aumentato del 2,2%, ma la loro quota sul totale delle risorse esterne si è ridotta dal 18% dell'esercizio precedente al 16,4%. La quota delle risorse in valuta si è quindi portata all'83,6% contro l'82% al 31 marzo 1986.

a) Depositi in oro F. oro 4.533.669.882

contro 4.436 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio 1985-86, con un aumento di 98 milioni.

L'espansione va attribuita ai nuovi depositi a vista, mentre il totale dei depositi vincolati ha registrato una diminuzione.

b) Depositi in valuta F. oro 23.091.882.488

contro 20.248 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio precedente, con un aumento di 2.844 milioni, ossia del 14%.

I nuovi depositi in dollari USA sono ancora una volta all'origine di gran parte della variazione intervenuta in questa posta. L'espansione ha riguardato principalmente i depositi con scadenza fino a tre mesi, ma anche i depositi a vista hanno segnato un sensibile aumento. L'ammontare dei depositi ad oltre tre mesi si è ulteriormente ridotto e rappresenta ora una parte assai modesta del totale dei depositi in valuta.

**C. Altre passività**

a) Sistema previdenziale del personale F. oro 97.509.839

Questa voce, precedentemente inclusa tra le "Partite varie", appare per la prima volta a seguito dell'entrata in vigore del nuovo Accordo di Sede della Banca

(si veda il paragrafo 1. del presente capitolo). Essa rappresenta l'equivalente in franchi oro delle passività della Banca, denominate in franchi svizzeri, a titolo di pensioni per il personale.

b) Partite varie F. oro 925.879.694

contro 652 milioni di franchi oro al 31 marzo 1986.

Malgrado il trasferimento di 97,5 milioni di franchi oro alla posta "Sistema previdenziale del personale" (si veda il precedente capoverso) questa voce, così come nell'esercizio precedente, ha registrato un sensibile incremento, ammontato a 274 milioni di franchi oro. Ciò va attribuito in ampia misura all'aumento del valore in franchi oro delle poste denominate in monete diverse dal dollaro USA, di cui si è fatta menzione in precedenza.

c) Conto profitti e perdite, *prima* della ripartizione F. oro 91.081.090

Tale importo rappresenta l'utile netto per l'esercizio 1986-87.

I particolari delle proposte di ripartizione dell'utile netto, in conformità alle disposizioni dell'articolo 51 dello Statuto, sono riportati nel paragrafo 6. di questo capitolo. In particolare, è previsto che un importo di 25.081.090 franchi oro, rispetto a 19.171.806 franchi oro nel precedente esercizio, sia accantonato a fronte del dividendo di 155 franchi svizzeri per azione pagabile il 1° luglio 1987. L'ammontare del dividendo, espresso in franchi svizzeri, è tuttavia identico a quello corrisposto per l'esercizio finanziario precedente; il più elevato controvalore in franchi oro va attribuito all'apprezzamento del franco svizzero in termini di franchi oro.

#### 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	
	1986	1987		
in milioni di franchi oro				
Attività a vista				
Oro . . . . .	5.071	5.072	+	1
Valute . . . . .	10	16	+	6
Buoni del Tesoro				
Valute . . . . .		919		- 361
Depositi vincolati ed anticipazioni				
Oro . . . . .	81	117	+	36
Valute . . . . .	17.959	21.064	+	3.105
Titoli di Stato e altri titoli				
Valute . . . . .		2.506		+ 605
Totale				
Oro . . . . .	5.152	5.189	+	37
Valute . . . . .	21.394	24.749	+	3.355
		26.546		+ 3.392
		29.938		

a) Oro F. oro 5.071.459.425

Questa posta è rimasta pressoché invariata dalla fine dell'esercizio precedente.

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F. oro 15.913.315

rispetto a 10 milioni di franchi oro al 31 marzo 1986.

c) Buoni del Tesoro F. oro 558.053.904

Questa posta, che ammontava a 919 milioni di franchi oro al 31 marzo 1986, si è ridotta di 361 milioni. Nel corso del precedente esercizio finanziario essa era aumentata sensibilmente in seguito agli acquisti su vari mercati di buoni del Tesoro denominati per la maggior parte in dollari USA e in marchi tedeschi. La liquidazione parziale di questi titoli in corso d'esercizio spiega la flessione intervenuta in questa posta.

d) Depositi vincolati ed anticipazioni F. oro 21.181.296.299

rispetto a 18.040 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio finanziario; si è pertanto registrato un aumento di 3.141 milioni, ovvero del 17%.

L'aumento degli impieghi in valuta è in linea con l'evoluzione delle risorse esterne della Banca.

e) Titoli di Stato e altri titoli F. oro 3.111.188.232

(in precedenza "Altri titoli")

Questa posta ammontava a 2.506 milioni di franchi oro al 31 marzo 1986. Essa ha registrato pertanto un aumento di 605 milioni, che riflette gli acquisti su vari mercati di titoli del settore pubblico e privato.

La seguente tabella fornisce la composizione dei "Depositi vincolati e anticipazioni" (in valuta e in oro) e dei "Titoli di Stato e altri titoli" in base alla vita residua.

**BRI: "Depositi vincolati e anticipazioni" e "Titoli di Stato e altri titoli",  
suddivisi in base alla vita residua**

Vita residua	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1986	1987	
	in milioni di franchi oro		
Fino tre mesi . . . . .	17.459	20.088	+ 2.629
Ad oltre tre mesi . . . . .	3.087	4.204	+ 1.117
<b>Totale . . . . .</b>	<b>20.546</b>	<b>24.292</b>	<b>+ 3.746</b>

Si può osservare che vi è stato un aumento degli impieghi con vita residua superiore a tre mesi; di conseguenza la loro quota sul totale degli impieghi è salita dal 15 al 17,3%, mentre quella dei collocamenti con scadenza fino a tre mesi è scesa dall'85 all'82,7%.

f) Partite varie F. oro 6.298.339  
rispetto a 12 milioni di franchi oro al 31 marzo 1986.

#### OPERAZIONI A TERMINE IN ORO

Queste operazioni, il cui volume è indicato nella nota 2 in calce al Bilancio, hanno registrato un saldo positivo di F. oro 6.888.888 rispetto ad un saldo negativo di 54,5 milioni di franchi oro al 31 marzo 1986. Il capovolgimento è dovuto alla liquidazione nel corso dell'esercizio di operazioni di riporto (oro ricevuto a pronti) contro valute; il saldo attuale corrisponde all'ammontare in essere di un'operazione dello stesso tipo, ma di segno opposto.

#### 6. La ripartizione dell'utile netto

I conti relativi al cinquantasettesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1987, presentano un risultato netto di gestione di 95.214.480 franchi oro, a fronte di 81.718.965 franchi oro per l'esercizio finanziario precedente.

Le spese di amministrazione sono ammontate a 24.471.248 franchi oro con un incremento del 39% in corso d'anno, in gran parte dovuto all'aumento 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 solo del 4% circa.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 4.133.390 franchi oro all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione. Dedotto questo trasferimento, l'utile netto ammonta a 91.081.090 franchi oro, contro 80.171.806 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 91.081.090 franchi oro nel modo seguente:

- un importo di 25.081.090 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 155 franchi svizzeri per azione;
- un importo di 26.400.000 franchi oro al Fondo di riserva generale;
- un importo di 4.000.000 franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi; e

- un importo di 35.600.000 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 1987 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1987.

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 1987 e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in calce al Bilancio.

## **7. I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione**

Il 16 gennaio 1987 il Signor Jacques de Larosière è succeduto al Signor Camdessus nella carica di Governatore della Banca di Francia, ed è pertanto divenuto membro di diritto del Consiglio della BRI in sua sostituzione. Nella riunione del Consiglio tenuta il 13 gennaio il Presidente ha espresso il riconoscimento del Consiglio per gli eminenti servizi resi dal Signor Camdessus durante oltre due anni di permanenza in carica.

Il mandato del Signor Bengt Dennis in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 31 marzo 1987, è stato rinnovato, in base all'articolo 27(3) dello Statuto, nel corso della riunione del Consiglio tenuta il 10 marzo 1987, per un ulteriore periodo di tre anni che terminerà il 31 marzo 1990.

Lord Richardson of Duntisbourne, il cui mandato di Consigliere veniva a scadere il 6 maggio 1987, è stato riconfermato nell'incarico nell'aprile 1987, per un ulteriore periodo di tre anni, dal Signor Leigh-Pemberton, Governatore della Banca d'Inghilterra, in base all'articolo 27(2) dello Statuto.

Il Prof. Dott. F.-E. Klein, che era entrato a far parte della BRI nel 1953 ed aveva ricoperto la carica di Consigliere Giuridico con la qualifica di Direttore dal 1974, ha lasciato la Banca alla fine di dicembre del 1986. Nella riunione del Consiglio svoltasi il 9 dicembre 1986 il Presidente ha ringraziato il Prof. Klein a nome di tutti i membri del Consiglio per la grande perizia e competenza professionale dimostrate nell'esercizio delle sue funzioni al servizio della Banca.

In conformità della nomina ufficiale conferita dal Consiglio nella sua riunione dell'11 novembre 1986, il Dott. Mario Giovanoli, entrato a far parte della Banca nel 1968, ha assunto la carica di Capo del Servizio Giuridico con decorrenza dal 1° gennaio 1987 ed è stato promosso in pari tempo al grado di Condirettore.

Nella riunione del Consiglio tenuta il 10 marzo 1987, il Presidente ha annunciato che la Banca aveva deciso di promuovere i Signori Jean Vallet,

André Bascoul e Joachim Mix al grado di Direttore Supplente con decorrenza dal 1° aprile 1987 e di conferire altresì al Signor Vallet la nomina di Vice Segretario Generale con decorrenza dalla stessa data.

\*            \*  
\*

La Banca ha appreso con profondo cordoglio la notizia della scomparsa del Dott. Emminger, avvenuta il 3 agosto 1986, e del Barone Ansiaux, avvenuta il 9 aprile 1987. Il Dott. Emminger aveva ricoperto la carica di Presidente della Deutsche Bundesbank e di membro di diritto del Consiglio della BRI dal giugno 1977 al dicembre 1979. Egli aveva fatto precedentemente parte del Consiglio in qualità di Sostituto per otto anni. Il Barone Ansiaux era stato membro del Consiglio dall'agosto 1957 al gennaio 1982. Durante tredici anni e mezzo, in qualità di Governatore della Banca Nazionale del Belgio, egli era stato membro di diritto del Consiglio e nel restante periodo aveva ricoperto la carica di Consigliere in base all'articolo 27(2) dello Statuto. Precedentemente, dal dicembre 1944 al gennaio 1955, egli aveva fatto parte del Consiglio in qualità di Sostituto.

## CONCLUSIONI

L'arduo compito che i paesi industriali sono oggi chiamati ad affrontare non consiste semplicemente nel ridurre gli squilibri nelle bilance dei pagamenti correnti. Si tratta bensì di realizzare tale aggiustamento senza che ne conseguano effetti destabilizzanti sui mercati valutari e finanziari, una recrudescenza dell'inflazione negli Stati Uniti o uno scivolamento nella recessione in questa o in altre economie; al tempo stesso la correzione dovrà avvenire senza compromettere le strategie a medio termine adottate nell'ambito della finanza pubblica, della politica monetaria e dell'aggiustamento strutturale e — quel che più importa — senza mettere a repentaglio la libertà di commercio. E' questa un'impresa ben più impegnativa che, in un mondo caratterizzato da una crescente interdipendenza, assai difficilmente potrà essere realizzata senza un elevato grado di coordinamento delle politiche. Tale è, nell'essenza, la principale conclusione di questa Relazione.

Vi sono ragioni di non poco conto alla base della preoccupazione per gli amplissimi squilibri nei pagamenti correnti del mondo industrializzato. Essi sono il riflesso di scompensi reali fra spesa e prodotto nelle economie interne, i quali hanno già provocato una reviviscenza del protezionismo e rischiano di innescare una guerra commerciale. Gli squilibri esterni si sono accompagnati ad enormi distorsioni nell'allocazione delle risorse, che possono avere conseguenze di vasta portata sul potenziale di crescita delle economie industriali. Essi generano inoltre un clima di incertezza che è il peggiore nemico degli investimenti. Infine, a causa della loro dimensione e persistenza, gli squilibri determinano una profonda modificazione nelle posizioni patrimoniali esterne dei paesi e nella composizione dei portafogli finanziari. In effetti, sono già emerse indicazioni che gli investitori privati non sono più disposti a finanziare prontamente il disavanzo dei pagamenti correnti degli Stati Uniti ai tassi di cambio e di interesse esistenti. Questo mutato atteggiamento ha contribuito ad intensificare le pressioni al ribasso sul dollaro. Un ulteriore deprezzamento della moneta americana avrebbe senz'altro conseguenze deleterie per l'intera economia mondiale; esso sospingerebbe verso l'alto i prezzi ed i tassi di interesse negli Stati Uniti e rallenterebbe ancor più la crescita economica in Giappone e nell'Europa occidentale, con gravi ripercussioni sull'occupazione nel mondo industrializzato. Certo, le forze di mercato finirebbero con l'instaurare un nuovo assetto delle bilance dei pagamenti correnti. Ma quando? Con quale rischio che si apra una nuova fase di movimenti distorsivi nei tassi di cambio? Quali danni durevoli verrebbero arrecati nel frattempo al regime di libero scambio? E quale prezzo si dovrebbe pagare, in termini di perdite di produzione e di sconvolgimenti finanziari, per questo aggiustamento indotto dal mercato?

E non è tutto. Quali sarebbero le conseguenze per la situazione debitoria internazionale, qualora non si riuscisse a ridurre in modo ordinato gli attuali ampi squilibri esterni e ad evitare sviluppi destabilizzanti sui mercati dei cambi? Le principali conclusioni a riguardo della situazione debitoria sono enunciate nella parte finale del Capitolo V. In questa sede ci si limiterà a ribadire due considerazioni. Anzitutto, i paesi debitori non possono in alcun modo essere sollevati dalla responsabilità primaria di ristabilire la loro affidabilità di credito internazionale,

migliorando l'efficienza delle proprie economie e ponendosi sulla via di una crescita diversificata, sostenuta dalle esportazioni. Al tempo stesso, non è pensabile che questi paesi riescano a realizzare una siffatta crescita ed a superare così i loro problemi di indebitamento esterno, se essi non potranno contare sul mantenimento di una crescita economica stabile e sulla rinuncia ad ulteriori misure protezionistiche da parte dei paesi industriali che costituiscono i loro principali mercati di esportazione.

Chiunque fosse tentato di disattendere tali avvertimenti, ritenendo che essi siano basati su congetture gratuitamente pessimistiche, dovrebbe riflettere sugli sviluppi più recenti per quanto riguarda i movimenti di capitali della bilancia dei pagamenti americana, i tassi di interesse a lungo termine sul dollaro, i prezzi all'importazione negli Stati Uniti e l'attività economica nei maggiori paesi eccedentari del mondo industrializzato. Si tratta di segnali che i responsabili delle politiche non possono permettersi di ignorare. Se invece tali segnali vengono riconosciuti per quel che sono — cioè un invito a sviluppare ulteriormente la cooperazione sul piano delle politiche — si può ragionevolmente sperare che la situazione sia mantenuta sotto controllo e che siano evitati i pericoli connessi ad un processo di aggiustamento in cui il mercato è lasciato in balia di se stesso. Nel valutare l'azione da intraprendere, due elementi incoraggianti vanno considerati come utili punti di partenza per un rafforzamento della cooperazione.

In primo luogo, i volumi dell'interscambio mercantile mostrano chiaramente che, per effetto delle variazioni dei tassi di cambio intervenute a partire dalla primavera 1985, ha preso avvio un processo di aggiustamento. Non vi è il minimo dubbio che in termini reali le eccedenze commerciali del Giappone e della Germania federale sono scese dai livelli record degli anni precedenti. Per quanto concerne gli Stati Uniti, le esportazioni in volume hanno parimenti iniziato a muoversi nella giusta direzione, sebbene dal lato delle importazioni i dati non siano ancora probanti. Questi andamenti sono stati ovviamente mascherati da effetti di prezzo. Con la stabilizzazione dei tassi di cambio l'aggiustamento reale è destinato a tradursi in un sensibile miglioramento della bilancia commerciale e delle partite correnti. Inoltre, poiché le quantità dell'interscambio reagiscono con lentezza alle variazioni dei cambi, si può senz'altro ritenere che l'aggiustamento reale procederà ulteriormente.

Il secondo fatto incoraggiante è che l'atteggiamento delle autorità americane a riguardo del tasso di cambio è passato da una posizione di "benign neglect" ad un interessamento attivo. L'Accordo del Plaza, nell'ambito del quale gli Stati Uniti riconoscevano l'esigenza di una politica del cambio attiva al fine di correggere i crescenti squilibri di parte corrente, è stato seguito, nel febbraio di quest'anno, dall'Accordo del Louvre, in cui tutti i maggiori paesi partecipanti — compresi gli Stati Uniti — si sono posti l'obiettivo di stabilizzare i tassi di cambio attorno ai livelli allora esistenti. Fra i due accordi vi è stato un cambiamento di fondo sul piano sia degli obiettivi delle politiche sia dell'analisi ad essi sottesa. Al momento dell'Accordo del Louvre il disavanzo commerciale degli Stati Uniti era vicino al suo livello massimo; nondimeno è stato accettato l'obiettivo della stabilità dei cambi, poiché si è riconosciuto che i pericoli insiti in un calo ulteriore del dollaro avrebbero comunque sopravanzato i benefici che potevano derivarne alla bilancia dei pagamenti correnti americana.

Come sviluppare l'azione delle politiche sulla base di questi elementi?

In primo luogo, riconoscendo al tempo stesso l'efficacia ed i limiti degli interventi sui mercati dei cambi. A questo riguardo può essere utile un raffronto fra la situazione nel 1985 e quella attuale. Nel febbraio 1985 il dollaro aveva raggiunto un livello talmente elevato da suscitare perplessità sul suo andamento futuro anche presso gli operatori più decisamente rialzisti. Gli interventi coordinati compiuti a quell'epoca su iniziativa della Deutsche Bundesbank paiono aver propiziato il mutamento del clima di mercato in senso ribassista. Lo stesso può dirsi degli interventi che hanno fatto seguito all'Accordo del Plaza, i quali hanno contribuito a confermare il convincimento degli operatori che vi era da attendersi un'ulteriore flessione del dollaro. In entrambi i casi gli interventi non sono andati controcorrente; essi hanno piuttosto consolidato una tendenza già delineatasi, ed hanno contribuito a placare una situazione ormai prossima al parossismo speculativo.

Il contesto in cui ci troviamo oggi differisce da quello di due anni orsono almeno per un aspetto di grande importanza: l'obiettivo delle politiche è ora quello di stabilizzare il tasso di cambio del dollaro, piuttosto che di guidarlo in una certa direzione. E tale stabilizzazione deve essere realizzata in un momento in cui la presenza di un ampio ed ostinato disavanzo dei pagamenti correnti degli Stati Uniti alimenta presso gli operatori del mercato il rinnovarsi di aspettative al ribasso sul corso del dollaro. In tali circostanze il compito della stabilizzazione non può essere demandato unicamente agli interventi. L'efficacia di questi ultimi, allorché si tratta di procedere controcorrente, dipende in larga misura (forse quasi esclusivamente) dal loro "effetto di annuncio". Se il mercato li interpreta come una decisione delle autorità di far seguire alle parole i fatti, ossia come un'indicazione della loro volontà e capacità di adottare le misure necessarie affinché le grandezze economiche fondamentali si muovano nella giusta direzione, allora gli interventi sortiranno l'effetto desiderato. Altrimenti, essi rischiano di perdere progressivamente la loro efficacia.

L'Accordo del Louvre ha finora avuto un discreto successo nello stabilizzare il valore del dollaro nei confronti del marco e, in misura più modesta, nel contenerne la flessione rispetto allo yen. Questo successo relativo è dovuto principalmente al fatto che la politica monetaria ha agito da sostegno agli interventi. Un'indicazione in tal senso può essere ravvisata nei movimenti dei tassi di interesse a breve. Da febbraio il differenziale a favore del dollaro dei tassi di interesse a tre mesi sull'euromercato si è ampliato considerevolmente sia rispetto al marco che allo yen. Questo risultato è dovuto alla riduzione dei tassi sul marco e sullo yen e al contestuale innalzamento dei tassi sul dollaro, un fatto che il mercato ha correttamente interpretato come manifestazione del deliberato sforzo di cooperazione da parte delle autorità monetarie.

La questione che si pone ora è se queste misure si dimostreranno sufficienti a mantenere la situazione sotto controllo e, in caso contrario, quali provvedimenti complementari dovranno essere adottati. Per rispondere a questo interrogativo occorre tener presente che il principale modo in cui il coordinamento delle politiche monetarie può contribuire a mantenere sotto controllo la situazione consiste nell'indurre flussi di capitali negli Stati Uniti sufficienti a finanziare il disavanzo corrente ai tassi di cambio attuali, evitando così un ulteriore deprezzamento del

dollaro. Tale contributo può esplicarsi sia direttamente, ampliando i differenziali di interesse e regolando opportunamente i tassi relativi di crescita monetaria, sia indirettamente, ponendo in evidenza la ferma determinazione delle autorità di perseverare nell'azione intrapresa. Tuttavia, anche se il coordinamento delle politiche monetarie può dare un apporto sostanziale al finanziamento ordinato degli squilibri esistenti, è improbabile che incida in modo significativo sulla dimensione di tali squilibri in mancanza di un'adeguata correzione della politica fiscale; esso non eliminerebbe pertanto le cause di fondo dell'attuale debolezza del dollaro. Ciò non significa che il coordinamento delle politiche monetarie non abbia svolto un ruolo utile, né che non possa (o, anzi, non debba) continuare a svolgerlo. Moderando gli effetti di curva a J, esso può far sí che gli amplissimi aggiustamenti intervenuti nei tassi di cambio si traducano in una riduzione degli squilibri nei pagamenti correnti e può così orientare le aspettative nel giusto verso. Ma fintanto che la dimensione e la durata degli squilibri nelle bilance dei pagamenti sono considerate come il problema piú importante, sia in quanto tali, sia a causa delle loro ripercussioni sui tassi di cambio, il coordinamento delle politiche monetarie non potrà da solo fornire la soluzione.

Occorre altresí tenere presente che un ulteriore ampliamento dei differenziali di interesse ottenuto con un rialzo dei tassi negli Stati Uniti non sarebbe esente da costi. Un aumento dei tassi di interesse a breve sul dollaro avrebbe chiaramente un impatto negativo sulla capacità dei maggiori paesi indebitati di far fronte al servizio del debito esterno e non gioverebbe di certo né ai mercati finanziari né all'attività di investimento negli Stati Uniti. Dato il forte calo dei corsi delle obbligazioni a lungo termine già prodottosi negli Stati Uniti sotto la spinta delle forze di mercato, qualsiasi avallo implicito da parte delle autorità nella forma di un innalzamento dei tassi a breve darebbe ulteriore impulso al movimento ascendente dei rendimenti a lungo termine. D'altra parte, non è ravvisabile, in termini puramente aritmetici, un gran margine di manovra per ulteriori significativi cali dei tassi del mercato monetario in Germania e in Giappone; in ogni caso la situazione di forte liquidità sul mercato dei capitali giapponese, come mostra la "levitazione" dei corsi azionari alla borsa di Tokyo, fa sorgere dubbi sull'opportunità di un ulteriore allentamento delle condizioni monetarie in Giappone. E anche in Germania l'espansione monetaria è proceduta senz'altro su livelli alquanto elevati.

In sintesi, sebbene il coordinamento delle politiche monetarie sia stato di valido aiuto per le autorità nell'apprestare un'azione di contenimento, l'efficacia del suo contributo alla riduzione degli squilibri esterni (e non semplicemente al loro finanziamento) dipende in larga misura dall'apporto fornito dalla politica fiscale. Inoltre, il ricorso esclusivo alla politica monetaria comporta costi effettivi e potenziali che è bene cercare di ridurre al minimo.

Queste considerazioni conducono direttamente al ruolo che dovrebbe svolgere la politica fiscale nel riportare gli attuali squilibri esterni a livelli sostenibili, ossia ad una dimensione che il capitale privato sarebbe disposto a finanziare senza esercitare ulteriori pressioni sui tassi di cambio o sui tassi di interesse. Nessuno può pretendere di sapere di quanto debbano essere corretti gli squilibri esistenti affinché il mercato sia pronto ad assicurare tale finanziamento. Ma si può plausibilmente sostenere che, quanto meno nel medio periodo, la correzione non deve necessariamente essere spettacolare. Gli attuali differenziali di interesse forniscono in

effetti un margine confortevole agli investitori che guardano al di là del breve periodo. La fiducia nell'economia e nel sistema sociale e politico degli Stati Uniti resta impregiudicata, e le alternative alla vasta gamma di opportunità di investimento offerte dal mercato americano sono di fatto limitate. Ciò che appare necessario per ripristinare la fiducia nell'attuale valore del dollaro è che si rendano manifesti l'avvio del processo di aggiustamento esterno e l'azione correttiva sul piano della politica fiscale. Come dianzi osservato, la prima di queste condizioni dovrebbe realizzarsi allorché si saranno esauriti gli effetti di curva a J. Il soddisfacimento della seconda condizione chiama tuttavia in causa la responsabilità dei governi.

Il primo passo da compiere sarebbe una graduale correzione del divario fra risparmio interno e investimenti negli Stati Uniti. Ciò richiede misure di politica fiscale atte a determinare una riduzione credibile del disavanzo federale negli anni a venire — dunque al di là dell'esercizio finanziario 1988 — e ad accrescere la propensione al risparmio, straordinariamente bassa, delle famiglie americane. In assenza di tali misure vi sono ben poche speranze di ottenere una contrazione più ampia di quella già in corso nel disavanzo esterno corrente del paese, a meno di un ulteriore calo del dollaro accompagnato da una recessione. Anche se un inasprimento della politica fiscale potrebbe in effetti condurre ad una diminuzione dei tassi di interesse negli Stati Uniti — un fatto positivo per diversi aspetti — la prospettiva di un risanamento della bilancia dei pagamenti correnti USA agirebbe senza dubbio a sostegno del dollaro. E' altresì vero che un ritorno della domanda interna in Germania ai soddisfacenti ritmi di espansione dello scorso anno, così come una sua accelerazione in Giappone, sono altrettanto indispensabili per migliorare le prospettive di sviluppo e determinare un assetto più sostenibile delle bilance dei pagamenti correnti, quanto lo è una modifica della politica di bilancio americana. Ma è difficile immaginare come ciò possa accadere senza un adeguato impulso fiscale, dati gli effetti inibitori sugli investimenti esercitati dal recente aggiustamento dei tassi di cambio e dall'attuale contesto economico generale.

I governi di tutti e tre i paesi in causa sostengono di avere già assunto decisioni in campo fiscale che di fatto stanno orientando, o inizieranno presto ad orientare, la politica di bilancio nella giusta direzione. Essi hanno probabilmente ragione. Le autorità tedesche e giapponesi possono a giusto titolo far rilevare che l'obiettivo a lungo termine del risanamento della finanza pubblica nei rispettivi paesi potrebbe essere compromesso dall'adozione di ulteriori misure; parimenti, l'Amministrazione USA può argomentare che, data la resistenza opposta dal Congresso a tagli di spesa superiori a quanto già previsto per il prossimo esercizio finanziario, un'ulteriore riduzione del disavanzo richiederebbe aggravii impositivi contrari agli impegni di lunga data assunti dal governo. Si può ragionevolmente supporre che gli operatori del mercato finanziario — i quali hanno più volte dimostrato la capacità di mutare il proprio atteggiamento allorché, repentinamente e collettivamente, essi prendono atto di una situazione già in essere da qualche tempo — sappiano riconoscere l'inizio del processo di aggiustamento reale esterno e di una modifica nell'indirizzo delle politiche fiscali interne. Ma cosa accadrà se non lo faranno? Oppure se non riterranno sufficiente l'aggiustamento che essi ravvisano su entrambi i fronti? I governi dovranno allora constatare che l'integrazione finanziaria internazionale (da essi stessi attivamente promossa) ha ridotto drasticamente l'autonomia delle politiche interne, persino nei paesi maggiori e a prescindere dalla loro posizione di creditori o debitori. Ciò non significa soltanto che se le autorità vorranno fornire

una guida al mercato dovranno parlare all'unisono e con maggiore coerenza che in passato. Esse dovranno altresì soppesare i rischi connessi all'adozione di ulteriori provvedimenti di politica fiscale - e gli inconvenienti che tali provvedimenti comporterebbero dal punto di vista strettamente interno - in relazione a quelli che senza dubbio insorgerebbero qualora il flusso di capitali privati continuasse ad essere insufficiente a finanziare il disavanzo dei pagamenti correnti degli Stati Uniti. Si potrebbe argomentare che nel lungo periodo le due categorie di rischi hanno uguale peso. E' tuttavia difficile sottrarsi alla conclusione che quelli della seconda categoria, qualora dovessero concretizzarsi, costituirebbero nel prossimo futuro una fonte di difficoltà più gravi non solo per l'economia mondiale nel suo insieme, ma anche per i singoli paesi maggiori. Il premunirsi contro tali rischi mediante ulteriori progressi nel coordinamento delle politiche appare impresa al tempo stesso proficua e realizzabile.

22 maggio 1987

A. LAMFALUSSY  
Direttore Generale

**BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE  
AL 31 MARZO 1987**

**BILANCIO AL**

(Prima e dopo la ripartizione)

ATTIVO

	Franchi oro
<b>Oro</b> ... ..	5.071.459.425
<b>Cassa in contanti e conti a vista presso banche</b> ... ..	15.913.315
<b>Buoni del Tesoro</b> ... ..	558.053.904
<b>Depositi vincolati e anticipazioni</b>	
In oro	
Fino a 3 mesi ... ..	82.959.439
Ad oltre 3 mesi ... ..	34.411.448
In valute	
Fino a 3 mesi ... ..	18.287.235.688
Ad oltre 3 mesi ... ..	<u>2.776.689.724</u>
	21.181.296.299
<b>Titoli di Stato e altri titoli</b>	
Fino a 3 mesi ... ..	1.718.536.388
Ad oltre 3 mesi ... ..	<u>1.392.651.844</u>
	3.111.188.232
<b>Partite varie</b> ... ..	6.298.339
<b>Terreno, immobili ed arredi</b> ... ..	1
	<u>29.944.209.515</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 1987 il saldo in oro da ricevere contro valute per operazioni a termine ammontava a 6.888.888 franchi oro.

**31 MARZO 1987**

dell'utile netto dell'esercizio)

PASSIVO

	Prima della ripartizione	Dopo la ripartizione
	Franchi oro	Franchi oro
<b>Capitale</b>		
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
<b>Riserve</b>		
Fondo di riserva legale ... ..	30.070.313	30.070.313
Fondo di riserva generale ... ..	523.952.793	550.352.793
Fondo speciale di riserva per i dividendi ... ..	21.530.055	25.530.055
Fondo di riserva libero ... ..	332.930.236	368.530.236
	908.483.397	974.483.397
<b>Depositi (in oro)</b>		
Banche centrali		
A vista ... ..	4.525.458.708	
Fino a 3 mesi ... ..	8.210.775	
Altri depositanti		
A vista ... ..	399	
	4.533.669.882	4.533.669.882
<b>Depositi (in valute)</b>		
Banche centrali		
A vista ... ..	1.611.719.309	
Fino a 3 mesi ... ..	19.493.996.290	
Ad oltre 3 mesi ... ..	589.520.159	
Altri depositanti		
A vista ... ..	24.270.907	
Fino a 3 mesi ... ..	1.372.375.823	
	23.091.882.488	23.091.882.488
<b>Sistema previdenziale del Personale</b> ... ..	97.509.839	97.509.839
<b>Partite varie</b> ... ..	925.879.694	925.879.694
<b>Conto profitti e perdite</b> ... ..	91.081.090	—
<i>Dividendo pagabile il 1° luglio 1987</i> ... ..	—	25.081.090
	<u>29.944.209.515</u>	<u>29.944.209.515</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 1987, 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, 30 aprile 1987

PRICE WATERHOUSE & CO.

**CONTO PROFITTI E PERDITE**  
per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1987

	<u>Franchi oro</u>
Interessi netti e altri proventi di gestione ... ..	119.685.728
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione ... ..	302.098
Direzione e personale ... ..	17.606.693
Funzionamento degli uffici e altre spese ... ..	<u>6.562.457</u>
	<u>24.471.248</u>
Risultato netto di gestione ... ..	95.214.480
meno: Importo devoluto all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione ... ..	<u>4.133.390</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1987 ... ..	91.081.090
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 ... ..	<u>25.081.090</u> 66.000.000
Trasferimento al Fondo di riserva generale ... ..	<u>26.400.000</u> 39.600.000
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi ... ..	<u>4.000.000</u> 35.600.000
Trasferimento al Fondo di riserva libero ... ..	<u>35.600.000</u> <u>—</u>

**VARIAZIONI DELLE RISERVE DELLA BANCA**  
**nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1987**

in franchi oro

**I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1986-87**

	<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 1986, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1985-86	30.070.313	523.952.793	21.530.055	332.930.236
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1986-87	—	26.400.000	4.000.000	35.600.000
Consistenza al 31 marzo 1987, come da Bilancio	<u>30.070.313</u>	<u>550.352.793</u>	<u>25.530.055</u>	<u>368.530.236</u>

**II. Il Capitale versato ed i Fondi di riserva al 31 marzo 1987 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:**

	<u>Capitale versato</u>	<u>Riserve</u>	<u>Totale</u>
Attività nette in			
Oro	295.703.125	366.346.193	662.049.318
Valute	—	608.137.204	608.137.204
	<u>295.703.125</u>	<u>974.483.397</u>	<u>1.270.186.522</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  
Dott. Carlo Azeglio Ciampi, Roma  
Bernard Clappier, Parigi  
Bengt Dennis, Stoccolma  
Dott. W.F. Duisenberg, Amsterdam  
Pierre Languetin, Zurigo  
Jacques de Larosière, Parigi  
The Rt. Hon. 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  
Prof. 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

M.G. Dealtry      Vice Capo del Dipartimento Monetario ed  
Economico, Direttore

Marten de Boer      Direttore, Dipartimento Bancario

---

Jean Vallet      Vice Segretario Generale  
Robert Chaptinel      Direttore Supplente, Dipartimento Bancario  
André Bascoul      Direttore Supplente, Segretariato dei Governatori CEE  
Joachim Mix      Direttore Supplente, Dipartimento Bancario  
Paul A. Hauser      Condirettore, Segretariato Generale  
Dott. H.W. Mayer      Condirettore, Dipartimento Monetario ed Economico  
Kevin J. Kearney      Condirettore, Segretariato Generale  
Dott. Kurt Spinnler      Condirettore, Dipartimento Bancario  
Dott. Joseph R. Bisignano      Condirettore, Dipartimento Monetario ed Economico  
Dott. Gunter Baer      Condirettore, Dipartimento Monetario ed Economico  
Dott. Mario Giovanoli      Capo del Servizio Giuridico