
BANCA DEI REGOLAMENTI
INTERNAZIONALI

61^a RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1990-31 MARZO 1991

BASILEA, 10 GIUGNO 1991

Banca dei Regolamenti Internazionali

61^a Relazione annuale

1° aprile 1990 – 31 marzo 1991 Basilea, 10 giugno 1991

Indice

	Pagina
Presentazione	1
I. Un mondo dopo tutto non cosí pacifico	3
II. Gli andamenti nei paesi industriali	10
Le condizioni del ciclo economico	10
Le conseguenze economiche della crisi del Golfo	14
Gli andamenti nelle singole economie industriali	19
<i>Le tre economie maggiori</i>	19
<i>Le altre maggiori economie industriali</i>	23
<i>Le economie industriali minori</i>	25
Debito, disavanzi di bilancio e investimenti del settore pubblico	27
<i>Risanamento dei bilanci pubblici e debito pubblico</i>	28
<i>Vincoli di politica fiscale</i>	30
<i>Composizione della spesa e investimenti pubblici</i>	31
Il risparmio nei paesi industriali e la domanda mondiale di capitali	33
<i>La diminuzione del risparmio pubblico</i>	35
<i>La diminuzione del risparmio privato</i>	35
<i>L'auspicabilità di un aumento del risparmio nazionale</i>	38
III. Gli andamenti negli altri paesi	42
Aspetti salienti	42
Le economie di recente industrializzazione e i paesi in via di sviluppo	43
<i>Il contesto esterno nel 1990</i>	43
<i>Le economie di recente industrializzazione</i>	47
<i>I paesi in via di sviluppo</i>	48
Gli andamenti nell'Europa orientale	54
<i>Tendenze generali del prodotto e cause immediate</i>	55
<i>Andamento dei prezzi e dei salari</i>	59
<i>Primi insegnamenti da trarre dal processo di riforma e di transizione</i>	62
<i>Il ruolo del sistema finanziario nel processo di riforma</i>	64
IV. Il commercio e i pagamenti internazionali	68
Aspetti salienti	68
Il commercio mondiale	69
<i>Il petrolio</i>	71
<i>L'Uruguay Round</i>	72
La riduzione degli squilibri statunitense e giapponese	73
<i>Stati Uniti</i>	75
<i>Giappone</i>	76
Germania: boom della domanda interna e unificazione	79
Altri paesi europei	80

	Pagina
Gli altri paesi industriali e le NIEs dell'Asia	83
La fine del Comecon	84
<i>Il commercio</i>	84
<i>Finanziamento esterno</i>	89
Movimenti di capitali nei paesi industriali	90
<i>Investimenti di portafoglio</i>	91
<i>Investimenti diretti</i>	94
Il finanziamento degli squilibri di parte corrente nei paesi industriali	94
Andamenti delle partite correnti e finanziamento esterno dei paesi in via di sviluppo ..	96
V. I mercati finanziari nazionali	99
Aspetti salienti	99
Andamenti dei tassi d'interesse a lungo termine	100
Andamenti dei mercati azionari	103
La ristrutturazione del settore finanziario	108
<i>Redditività e solidità finanziaria: recenti andamenti</i>	108
<i>Redditività e solidità finanziaria: determinanti di breve e lungo periodo</i>	110
<i>Caratteristiche dell'accresciuta concorrenza bancaria</i>	116
<i>Prospettive</i>	118
Vigilanza e regolamentazione prudenziale	120
<i>Le risposte alle difficoltà del settore bancario</i>	120
<i>L'accordo di Basilea sui coefficienti patrimoniali</i>	121
<i>Ulteriori progressi nella cooperazione internazionale</i>	124
VI. I mercati internazionali dei capitali	125
Aspetti salienti	125
L'attività complessiva sui mercati internazionali dei capitali	126
Il settore bancario internazionale	129
<i>Andamento degli aggregati complessivi</i>	129
<i>La struttura per nazionalità dell'attività bancaria internazionale</i>	130
<i>Andamenti nei singoli centri di mercato</i>	133
<i>Le operazioni dirette delle banche con soggetti non bancari</i> <i>all'interno dell'area dichiarante</i>	135
<i>Le operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante</i>	137
<i>Il mercato dei prestiti consorziali</i>	139
I mercati mobiliari internazionali	140
<i>Il mercato delle euronotes</i>	140
<i>Il mercato obbligazionario internazionale</i>	142
I mercati degli strumenti finanziari derivati	147
<i>Financial futures e contratti a premio negoziabili</i>	147
<i>Gli swaps di tasso d'interesse e di valuta</i>	149
<i>Swaps su merci e altri strumenti derivati collegati a merci</i>	152
L'evoluzione recente del mercato dell'ecu privato	153
La situazione debitoria internazionale	155
VII. L'evoluzione delle grandezze e delle politiche monetarie	161
Aspetti salienti	161
La conduzione della politica monetaria nel corso del passato anno	161
<i>Contrastanti politiche di tasso d'interesse nelle maggiori economie</i>	161
<i>America del Nord</i>	162
<i>Giappone</i>	164
<i>Europa occidentale</i>	164

Il ruolo degli andamenti dell'offerta di moneta, dei mercati creditizi e dei prezzi	
delle attività nella conduzione della politica monetaria	167
<i>Andamenti della quantità di moneta e politica monetaria</i>	167
<i>Andamenti dei mercati creditizi e politica monetaria</i>	171
<i>Prezzi delle attività e politica monetaria</i>	174
L'adattamento degli strumenti e delle procedure operative a un contesto	
in evoluzione	177
Politiche di moneta forte e integrazione monetaria europea	179
<i>Ulteriori passi per "rafforzare" la politica monetaria</i>	179
<i>Il tasso di cambio come strumento di aggiustamento</i>	180
<i>Programmi per un'unione monetaria europea e progressi in tale direzione</i>	181
VIII. Il sistema monetario internazionale	184
Aspetti salienti	184
I mercati valutari	185
<i>Gli andamenti sul mercato del dollaro USA</i>	185
<i>Gli andamenti dei tassi di cambio incrociati</i>	190
<i>I principali rapporti di cambio in un'ottica di più lungo periodo</i>	192
<i>Gli sviluppi nell'ambito del meccanismo di cambio dello SME</i>	196
La produzione e il mercato dell'oro	199
La liquidità internazionale	202
IX. L'attività della Banca	211
Lo sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali	211
Funzioni di Agente e di Fiduciario	214
<i>Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM)</i>	214
<i>Agente del sistema di compensazione e di regolamento</i>	
<i>delle operazioni in ecu privati</i>	216
Assistenza finanziaria alle banche centrali	216
Operazioni del Dipartimento bancario	217
<i>Passivo (composizione delle risorse)</i>	218
<i>Attivo (impiego delle risorse)</i>	221
Utile netto e relativa ripartizione	223
I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione	224
Conclusioni	225
<hr/>	
Bilancio e Conto Profitti e Perdite al 31 marzo 1991	235
Consiglio di amministrazione	240
Direzione	241

Elenco dei grafici (*) e delle tabelle

	Pagina
Un mondo dopo tutto non così pacifico	
Crescita del prodotto mondiale	5
Gli andamenti nei paesi industriali	
Tassi di disoccupazione*	12
Prezzi al consumo	13
Prezzi "spot" del petrolio*	15
Consumo e importazioni di energia nei paesi industriali	16
Inflazione dei prezzi al consumo*	17
Offerta di moneta e PNL/PIL reale nei paesi del Gruppo dei Sette*	18
Andamento del PNL/PIL reale e delle componenti della domanda: maggiori paesi industriali	20
Variazioni del PIL e degli investimenti fissi in termini reali negli altri paesi industriali	26
Debito lordo e disavanzo delle amministrazioni pubbliche*	29
Struttura della spesa delle amministrazioni pubbliche nei maggiori paesi industriali	32
Risparmio e tassi d'interesse reali nei paesi del Gruppo dei Sette*	34
Risparmio nazionale nei maggiori paesi industriali	36
Risparmio, salari reali e PIL pro capite*	39
Gli andamenti negli altri paesi	
Crescita del PIL nei PVS e nelle NIEs	44
Consumo di energia e di petrolio in alcuni paesi e gruppi di paesi	45
Prezzi dell'interscambio nei PVS*	46
Inflazione nei PVS e nelle NIEs	49
Saldi delle bilance commerciali delle NIEs e dei PVS	52
Indicatori del commercio estero per gruppi di PVS	53
Europa orientale: dinamica del prodotto reale	56
Consumo di energia e di petrolio nell'Europa orientale	59
Dinamica dei prezzi al consumo (IPC) e delle retribuzioni nominali (W)	60
Andamenti monetari in Jugoslavia	61
Andamento dei depositi a risparmio delle famiglie	63
Andamenti monetari nell'Unione Sovietica	64
Il commercio e i pagamenti internazionali	
Saldi delle partite correnti e attività nette sull'estero*	69
Indicatori dell'interscambio mondiale*	70
Interscambio petrolifero mondiale	71
Domanda interna relativa e tassi di cambio effettivi reali*	74
Stati Uniti: saldo delle partite correnti	75
Giappone: saldo delle partite correnti	77

Germania: saldo delle partite correnti	79
Esportazioni dei paesi europei OCSE verso la Germania	80
Saldi delle partite correnti dei paesi industriali e delle NIEs dell'Asia	82
Prezzi al consumo in alcuni paesi europei, in termini di una valuta comune	83
Esportazioni verso i paesi europei del Comecon, in percentuale	
delle esportazioni totali	86
Esportazioni dell'Europa orientale verso l'Europa occidentale	87
Saldi in valuta convertibile dei paesi dell'Europa orientale	88
Andamento delle posizioni dei paesi dell'Europa orientale	
verso le banche dichiaranti alla BRI	90
Flussi lordi di capitali*	92
Movimenti di capitali in tredici paesi industriali	93
Finanziamento dei maggiori squilibri di parte corrente nei paesi industriali	95
Saldi delle bilance dei pagamenti correnti per gruppi di paesi	97
Paesi in via di sviluppo: finanziamento esterno stimato dei disavanzi correnti	98

I mercati finanziari nazionali

Tassi d'interesse nominali e inflazione*	101
Andamento dei corsi azionari nei principali mercati	104
Sensibilità degli indici azionari al prezzo del petrolio e alla dipendenza petrolifera	105
Corsi azionari e variabilità dei rendimenti*	106
Sensibilità dei mercati azionari al prezzo del petrolio*	107
Redditività delle maggiori banche nel 1989 e 1990	109
Prezzi degli immobili corretti per l'inflazione	111
Crediti immobiliari delle banche in determinati paesi	112
Indebitamento del settore privato in determinati paesi	113
Indicatori di attività degli operatori in titoli*	115
Redditività delle banche negli anni ottanta	116
Andamenti di lungo periodo dei corsi delle azioni bancarie	117
Mercati della <i>commercial paper</i> in determinati paesi	118

I mercati internazionali dei capitali

Attività sui mercati internazionali dei capitali*	126
Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime)	127
Aspetti salienti dell'attività bancaria internazionale	130
Attività e passività internazionali delle banche dichiaranti	
in base alla nazionalità dell'istituzione controllante	131
Andamenti delle posizioni bancarie nei singoli centri dichiaranti: attività	133
Andamenti delle posizioni bancarie nei singoli centri dichiaranti: passività	134
Attività delle banche dichiaranti alla BRI verso soggetti non bancari	
nei paesi del Gruppo dei Dieci	135
Il mercato bancario internazionale quale sbocco dei depositi	
di soggetti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci	136
Operazioni delle banche dichiaranti alla BRI con i paesi esterni all'area dichiarante	138
Aspetti salienti del mercato delle <i>euronotes</i>	140
Aspetti salienti dell'attività sul mercato obbligazionario internazionale	142
Rendimenti di determinate obbligazioni internazionali	
e tassi d'interesse sui depositi in eurodollari*	143
Attività di emissione sul mercato obbligazionario e tasso di cambio effettivo	
del dollaro USA*	144
Mercato obbligazionario internazionale: struttura per tipo di	
emissione e per valuta di denominazione	145
Mercato obbligazionario internazionale: struttura in base alla nazionalità degli emittenti	146
Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse internazionali	148

	Pagina
Caratteristiche principali del mercato degli <i>swaps</i> di tasso d'interesse	149
Composizione per monete dei nuovi <i>swaps</i> di valuta nel primo semestre del 1990 ...	151
Il mercato dell'ecu privato	154
Evoluzione del debito esterno di determinati paesi	157

L'evoluzione delle grandezze e delle politiche monetarie

Tassi d'interesse ufficiali e di mercato monetario*	163
Tassi d'interesse e rendimenti obbligazionari*	165
Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di crescita	168
Crescita del credito bancario al settore privato	172
Crescita dei crediti bancari al settore privato in base alla destinazione	174
Ricchezza delle famiglie in relazione al PNL/PIL	175
Prezzi degli immobili, quantità di moneta e inflazione*	176

Il sistema monetario internazionale

Tassi di cambio bilaterali del dollaro USA rispetto a determinate monete*	185
Differenziali dei tassi d'interesse nominali in determinati paesi*	187
Variazioni delle riserve in valuta estera in determinati paesi*	188
Tassi di cambio bilaterali di determinate monete rispetto al marco*	190
Tassi di cambio effettivi reali di determinate monete*	194
Posizioni nelle bande di fluttuazione dello SME delle valute partecipanti agli AEC* ...	197
Mercato dell'oro: fonti e impieghi (stime)	199
Produzione mondiale di oro	200
Prezzi di mercato dell'oro in determinate monete*	201
Variazioni nelle riserve globali	204
Variazioni nelle riserve ufficiali non auree di singoli paesi	206
Saldo corrente USA e variazioni stimate delle riserve in valuta (al netto degli effetti di cambio)	208

L'attività della banca

Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1991	216
Totali di bilancio negli ultimi cinque esercizi	217
Evoluzione delle risorse negli ultimi cinque esercizi	218
Origine delle risorse finanziarie esterne	219
Natura e scadenza delle risorse finanziarie esterne	220
Evoluzione degli impieghi e di altre attività, per tipologia	221
Depositi vincolati e anticipazioni, Titoli di Stato e altri titoli, suddivisi in base alla vita residua	222

61^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea Generale Ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 10 giugno 1991*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la sessantunesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1990 e terminato il 31 marzo 1991.

Dopo il trasferimento di franchi oro 4.173.949 all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione, di franchi oro 10.000.000 all'Accantonamento per immobili e di franchi oro 5.000.000 all'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature, l'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 114.892.783 a fronte di franchi oro 104.330.524 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 33.892.783 al pagamento di un dividendo di 200 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 24.300.000 al Fondo di riserva generale e il residuo di franchi oro 56.700.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1990-91 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1991.

I. Un mondo dopo tutto non così pacifico

I passati dodici mesi avrebbero difficilmente potuto offrire un piú netto contrasto con quelli che li hanno preceduti. Allora, l'avvio nell'Europa orientale di un processo di liberalizzazione politica e di trasformazione economica, estesosi fino all'Unione Sovietica, aveva segnato la fine di quasi mezzo secolo di guerra fredda. Si era cosí dischiusa la prospettiva di un mondo piú pacifico, nel quale sarebbero cessate le corse agli armamenti e le risorse scarse sarebbero state destinate ad altri impieghi, come una migliore protezione dell'ambiente e una piú incisiva assistenza ai paesi piú poveri. L'invasione del Kuwait da parte delle forze armate irachene il 2 agosto 1990 ha smorzato tali speranze e ha dimostrato che continuava a esistere la potenzialità di un conflitto militare con ripercussioni economiche mondiali, e ciò – si temeva – non soltanto nel Medio Oriente. La conseguenza immediata è stata la minaccia di uno *shock* esterno del tipo di quelli che in due occasioni nel corso degli anni settanta avevano gravemente perturbato l'economia mondiale, ossia un forte aumento dei prezzi del petrolio. Seppure molti esperti si siano affrettati a sostenere che gli effetti economici di un rincaro del petrolio, quand'anche duraturo, sarebbero stati questa volta meno gravi, l'impatto psicologico è stato alquanto forte, di riflesso all'elevato grado di incertezza e alla profonda delusione dopo la precedente ondata di ottimismo.

Tuttavia, i prezzi del petrolio già ai primi di ottobre avevano invertito il loro corso ascendente, e sono in seguito costantemente calati. Dopo la fine delle ostilità con la liberazione del Kuwait, nella primavera di quest'anno, l'incertezza sui prezzi del petrolio si è grandemente ridotta. Non soltanto i prezzi sono tornati piú o meno ai livelli pre-invasione; anche la struttura del mercato appare ora almeno altrettanto stabile quanto quella presente prima della crisi. Nondimeno, la prospettiva di un "dividendo della pace" sembra ora meno certa. Nonostante la cessazione della guerra, le potenziali incertezze in quest'area non sono state del tutto dissipate e, pertanto, il mondo non è ritornato alla situazione in cui si trovava dodici mesi orsono.

La seconda metà del 1990 e i primi mesi del 1991, quindi, non solo hanno costituito un salutare richiamo alla realtà, mostrando quanto rapidamente i rivolgimenti politici, specie quelli che incidono sull'offerta di energia, possano mutare la scena economica, ma hanno anche accresciuto nei responsabili delle politiche la consapevolezza di trovarsi ad affrontare un'ardua battaglia su pressoché tutti i fronti. A prescindere dalla guerra e dalle sue conseguenze, era divenuto evidente che i problemi dell'Europa orientale e all'interno della Germania sarebbero stati ben piú difficili di quanto previsto.

All'epoca dell'invasione del Kuwait, in agosto, diverse economie maggiori erano già sulla soglia di una recessione ciclica, o l'avevano oltrepassata; è difficile a dirsi se il conflitto del Golfo e le sue ripercussioni sui mercati finanziari abbiano

davvero fatto pendere la bilancia o meramente accelerato il processo. Vi era la diffusa aspettativa che la liberazione del Kuwait avrebbe ristabilito la fiducia dei consumatori negli Stati Uniti, aiutando l'economia ad uscire dalla recessione. Resta da vedere se ciò si verificherà. Il Regno Unito e il Canada potrebbero impiegare più tempo per raggiungere e superare il punto di svolta inferiore; in altri paesi, come la Francia, l'Italia, e alcune economie minori, il rallentamento è ancora allo stadio iniziale e potrebbe protrarsi per un certo tempo.

Nell'insieme dei paesi industriali la crescita del PIL reale nel 1990 è ridiscesa a livelli non più registrati dal 1986, pur restando ancora sensibilmente al di sopra della media del 1979–1984 (si veda la tabella seguente). E' tuttavia già evidente che il 1990 non sarà seguito da un rapido recupero, come quello avutosi nel 1987; anzi, nei paesi industriali in quanto gruppo vi sarà quasi certamente un ulteriore rallentamento della crescita del PIL nel 1991. Come si rileva dalla tabella, per gli altri gruppi di paesi, se si eccettuano i maggiori produttori di petrolio, il raffronto tra il 1990 e gli anni precedenti è ancor meno favorevole. Tralasciando l'Europa orientale, la quale sta iniziando un corso completamente nuovo e difficile che rende praticamente privo di significato un raffronto con i precedenti dati sul prodotto, nel 1990 i paesi dell'Africa e del Medio Oriente, così come quelli dell'America Latina, hanno fatto registrare un ristagno o una contrazione del reddito pro capite. A livello mondiale, lo scorso anno la crescita economica si situava pertanto al valore più basso dal 1985, inferiore anche alla media del 1979–1984.

In quest'ottica generale, parrebbe esservi una sostanziale affinità di problemi tra molte aree diverse del mondo. Una simile conclusione, tuttavia, sarebbe molto lontana dal vero. Non solo esistono marcate differenze all'interno di ciascun gruppo regionale, ma anche il contesto e quindi l'appropriata risposta di politica economica variano notevolmente tra i vari gruppi che sono attualmente alle prese con un declino economico.

Un caso ovviamente a parte è quello dei paesi dell'Europa orientale. Nessuno poteva dubitare che la loro transizione dall'economia pianificata all'economia di mercato sarebbe stata lenta e difficile anche nella migliore delle ipotesi e in assenza di gravi errori delle politiche. Essa implica nientedimeno che la sostituzione dell'intero meccanismo di controllo dell'economia e di tutto il quadro normativo e istituzionale. Il lasciare che i prezzi riflettano le scarsezze effettive e l'abolire i sussidi non solo comporta ampie variazioni nei prezzi relativi, ma tende anche a sospingere verso l'alto il livello generale dei prezzi, una tendenza che può essere contrastata soltanto da politiche macroeconomiche fortemente restrittive, con pesanti effetti collaterali sulla produzione. Mentre si sta delineando una nuova struttura dei prezzi, va fissato un tasso di cambio che consenta all'economia di trovare – e mantenere – un nuovo ruolo nella divisione internazionale del lavoro. I paesi dell'Europa orientale né hanno potuto attingere a un patrimonio di esperienze consolidate cui riferirsi per affrontare nel modo migliore i compiti che li attendevano, né è stato loro concesso il beneficio di circostanze ottimali. Al contrario, la temporanea impennata dei prezzi del petrolio e la progressiva disgregazione del sistema commerciale del Comecon hanno significativamente acuito i problemi che potevano essere previsti. Ungheria, Polonia e Cecoslovacchia hanno proceduto risolutamente, per strade

Crescita del prodotto mondiale ¹								
Gruppi di paesi e aree	1984-86	1979-84	1985	1986	1987	1988	1989	1990
	PIL	media						
	in % del totale	variazioni percentuali del PIL reale						
Sette paesi maggiori	61,7	2,1	3,6	2,7	3,4	4,7	3,3	2,6
Altri paesi industriali ²	10,0	1,8	2,9	2,6	3,1	3,4	3,5	2,6
Paesi in via di sviluppo	18,5	3,5	4,4	3,6	4,3	4,8	3,4	2,8
Maggiori produttori di petrolio ³	6,4	1,8	2,0	-1,2	1,2	3,2	2,3	3,1
Altri PVS	12,1	4,4	5,6	6,1	5,9	5,7	4,0	2,7
Africa e Medio Oriente	1,7	3,6	6,5	4,4	2,5	3,6	2,4	2,0
Asia	6,6	6,7	6,4	6,7	8,0	9,4	5,4	5,7
di cui: NIEs ⁴	1,6	7,4	3,7	10,8	12,1	9,4	6,1	6,8
America Latina	3,8	0,7	4,2	5,9	4,1	0,1	1,8	-2,0
Europa orientale ⁵	9,8	3,1	2,0	2,7	1,7	3,7	1,6	-5,8
Totale mondiale	100,0	2,4	3,5	2,9	3,4	4,5	3,2	1,8

¹ Per i sette maggiori paesi industriali e per gli altri paesi industriali le medie dei tassi di crescita sono ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio del 1988; le altre medie sono ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio del 1984-86, includendo tutti i paesi il cui PIL nel 1988 ammontava ad almeno \$ USA 0,1 miliardi. ² Comprende i paesi elencati nella tabella di pagina 26, piú Islanda, Lussemburgo e Malta. ³ Membri OPEC, Messico e Trinidad e Tobago. ⁴ Economie di recente industrializzazione, Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan. ⁵ Dati sul prodotto nazionale convertiti a tassi di cambio non commerciali.

Fonti: FMI, World Economic Outlook; OCSE, National Accounts; ONU, Yearbook, World Bank Atlas e World Debt Tables; statistiche nazionali.

alquanto diverse, ma spinte dal comune convincimento che non vi erano alternative: il fallimento del vecchio sistema era troppo completo. In altri paesi il processo politico è stato piú lento nel produrre un consenso sulla linea da seguire. Sia l'Unione Sovietica che la Jugoslavia sono scivolate in una crisi piú profonda.

Nell'Africa sub-sahariana lo scorso anno il reddito pro capite è probabilmente ancora calato, e con il passare del tempo diventa sempre piú difficile immaginare che le forze interne possano generare uno sviluppo economico. Gli *shocks* esterni in quest'area sono stati frequenti, e nella maggior parte dei paesi la capacità di assorbire tali urti è bassa a causa di una scarsa diversificazione, di infrastrutture inadeguate e di uno *stock* di capitale obsoleto e insufficiente. Siccità, rapida crescita demografica e instabilità politica hanno contribuito a creare questo quadro sconsolante.

In America Latina il deterioramento complessivo, con prodotto calante, inflazione in aumento e arretrati crescenti nel servizio del debito estero, ha avuto come aspetti predominanti le difficoltà del Brasile nel ristrutturare l'economia e le ulteriori contrazioni del prodotto in Argentina e Perù. Il Messico, per contro, ha fatto registrare un'accelerazione della crescita, in seguito alla riuscita attuazione del programma di stabilizzazione.

I paesi dell'Asia hanno conseguito, nella media, una leggera accelerazione della crescita del prodotto reale nel 1990, grazie a stabili politiche macroeconomiche che, unitamente a misure microeconomiche volte a promuovere la ristrutturazione interna e l'espansione delle esportazioni, ancora una volta hanno dato

prova di efficacia. I paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente hanno beneficiato del rincaro del greggio, mentre per altri paesi di quest'area l'invasione del Kuwait ha comportato una brusca diminuzione del reddito reale.

Tra i paesi industriali la Germania era (e resta) un caso assai speciale, dovendo affrontare all'interno dei propri, nuovi, confini la transizione dell'ex Repubblica democratica tedesca dall'economia pianificata all'economia di mercato. L'unione monetaria, che aveva creato le basi per l'unione politica, ha richiesto un pesante tributo in termini economici, esponendo l'industria della Germania orientale alla concorrenza dei mercati mondiali ad un tasso di cambio reale decisamente piú alto e del tutto incoerente con i livelli correnti di produttività. Hanno peggiorato la situazione i forti incrementi retributivi nominali sulla scia dell'unione monetaria, cosí come la perdita di ampie quote di mercato non solo nei paesi dell'Europa orientale, ma anche all'interno. La necessità di creare quasi dal giorno alla notte un'infrastruttura funzionante e una nuova amministrazione pubblica, e le incertezze giuridiche circa la restituzione della proprietà ai titolari originari, sono ulteriori elementi di tale situazione di scompiglio. Dal lato degli aspetti positivi, la vecchia Germania federale è impegnata nell'assistere quanto piú possibile la ristrutturazione e nel colmare altresí l'ampia discrepanza tra i livelli di reddito e di produttività nell'ex RDT mediante massicci trasferimenti, finanziati in larga parte con l'indebitamento del settore pubblico. Ne è derivato un enorme impulso alla produzione industriale non solo nella Germania occidentale, dove l'industria stava già operando ai limiti della capacità produttiva, ma anche nei paesi occidentali limitrofi. Se si prescinde da alcuni paesi dell'Europa occidentale, solo il Giappone è riuscito ad evitare di entrare in recessione, pur risentendo in certa misura del rallentamento internazionale dell'attività economica verso la fine del 1990 e nei primi mesi del 1991.

Si pone dunque il quesito se una contrazione ciclica sia ineluttabile o evitabile soltanto a un costo elevato in termini di distorsioni strutturali e tensioni inflazionistiche crescenti. E' evidente che il profilo temporale dei cicli è assai incerto, come è stato ampiamente dimostrato dalla lunga durata della fase espansiva piú recente, iniziata nel 1983. Nelle economie di grandi dimensioni, come quella degli Stati Uniti, regioni o settori singoli possono attraversare fasi cicliche autonome che non si traducono necessariamente in una significativa recessione a livello dell'intera economia. E ancora, se la tendenza espansiva di fondo è sufficientemente robusta, fattori congiunturali possono condurre a un rallentamento dell'espansione economica senza sfociare in una recessione nell'accezione tecnica del termine (calo assoluto del PIL per due trimestri consecutivi). Nondimeno, è necessario affrontare la questione di come la politica macroeconomica, e la politica monetaria in particolare, debbano reagire a fenomeni ciclici, anche se tali fenomeni non sono molto pronunciati o se il ciclo stesso è in gran parte il risultato, fortuito o intenzionale, dell'azione delle politiche. Non vi è dubbio che per la maggior parte dei paesi ora in recessione era appropriata una restrizione della domanda, dopo che si era consentito l'accumulo di pressioni da eccesso di domanda nel 1988-89. La questione circa l'opportunità di una politica in funzione anticiclica è stata al centro della controversia tra monetaristi e keynesiani, che ad un certo punto degli anni settanta è parsa risolversi ampiamente a favore dei primi. Essa si è riaccesa negli anni ottanta, quando gli obiettivi intermedi avevano

perso gran parte della loro attrattiva e i tassi d'inflazione erano calati. Il modo in cui la politica monetaria è stata recentemente condotta in tali circostanze è esaminato in dettaglio nel Capitolo VII. I meriti rispettivi delle strategie anticongiunturali e di quelle a medio termine sono considerati nelle Conclusioni della Relazione.

Nell'insieme dei paesi del Gruppo dei Dieci la dinamica dei prezzi al consumo, anche escludendo i generi alimentari e l'energia, mostrava una chiara tendenza ad accelerarsi fin dal 1986. Esistono tuttavia marcate differenze tra i singoli paesi. Hanno fatto registrare i risultati peggiori Regno Unito e Svezia, entrambi ora in recessione. E' ben noto che, mentre un surriscaldamento dell'economia genera di norma spinte inflazionistiche, una recessione in quanto tale non è una cura contro l'inflazione. La questione cruciale è se le spinte da costi all'interno possano essere poste sotto controllo, la qual cosa potrebbe essere un po' più facile una volta che l'economia si fosse raffreddata. Pertanto gli attuali *trends* di crescita potrebbero effettivamente offrire l'opportunità di ritornare ad una maggiore stabilità dei prezzi; ma il fatto di poter sfruttare o meno tale opportunità dipende dal successo delle politiche macroeconomiche nel mantenere un buon equilibrio tra obiettivi concorrenti. E ciò riconduce alla questione fondamentale di politica economica cui si è accennato in precedenza.

L'impatto transitorio esercitato sui prezzi del petrolio dall'invasione del Kuwait si è trasmesso con una certa forza ai mercati finanziari (come descritto nel Capitolo V), dai quali ha retroagito sull'economia reale, aggravando notevolmente il clima di incertezza. Pare esservi stato tuttavia anche un altro modo in cui gli sviluppi sui mercati finanziari avrebbero influito sul lato reale dell'economia. Si tratta di un fenomeno non collegato al conflitto del Golfo e che è diventato argomento di intenso dibattito negli Stati Uniti e, in minor misura, nel Regno Unito. Esso viene comunemente indicato come "credit crunch", ossia la possibilità che le banche o altri prestatori, dopo le brucianti esperienze con quella che si è dimostrata un'esposizione creditizia incauta, reagiscano oltre misura rifiutando di erogare prestiti o finanziamenti ai tassi attivi correnti persino a mutuatari di buona affidabilità e con solidi progetti. Se condiviso da un numero sufficientemente alto di prestatori, siffatto comportamento non può non esercitare un impatto significativo sull'attività economica reale. E' stata sollevata la questione se gli stessi organi di regolamentazione non possano avere inavvertitamente incoraggiato un simile comportamento da parte delle banche.

In siffatto contesto è stato fatto notare che le banche, ove incontrino difficoltà nel soddisfare i coefficienti patrimoniali stabiliti dalle autorità di vigilanza del Gruppo dei Dieci per la fine del 1992, dovranno raccogliere capitale addizionale oppure ridurre le dimensioni dei loro bilanci. Tuttavia, questo pare essere tutt'al più un fattore secondario, giacché pochissime banche si trovano in una posizione simile, anche dopo gli eventi del 1990, con la caduta dei mercati azionari, i prezzi cedenti degli immobili in alcuni paesi e l'indebolimento dell'attività economica. In effetti, potrebbe esservi ora una maggiore consapevolezza delle implicazioni, in termini di coefficienti patrimoniali, delle decisioni di portafoglio, ma è precisamente ciò di cui vi era bisogno. Nel più lungo periodo potrebbero derivarne problemi di disponibilità di credito soltanto se le circostanze dovessero impedire a un ampio numero di banche l'accesso al capitale addizionale, il che è concepibile

solo se i profitti delle banche continueranno ad essere severamente compressi per un periodo protratto. Data la maggiore globalizzazione e la forte competitività dei mercati finanziari, difficilmente si può parlare di una situazione di "credit crunch", poiché la maggioranza della clientela bancaria dispone di un'ampia scelta di fonti di credito alternative, sebbene ciò sottolinei l'urgente necessità di adattare la legislazione bancaria nei paesi in cui le banche hanno perso competitività nei confronti di altre istituzioni e mercati regolati in modo meno stringente.

Un problema che aveva dato adito a particolari preoccupazioni negli ultimi anni si è notevolmente attenuato nel 1990: gli squilibri delle bilance di parte corrente tra i paesi industriali. Particolarmente rimarchevole è stata la contrazione dell'eccedenza giapponese, che si è più che dimezzata rispetto al 1988. Con un ammontare di \$ 36 miliardi essa è stata persino inferiore all'eccedenza tedesca, pari a \$ 47 miliardi, a sua volta diminuita significativamente rispetto al precedente biennio e destinata a ridursi ulteriormente nel 1991. Entrambi i maggiori paesi deficitari, Regno Unito e Stati Uniti, sono riusciti a ridurre il loro passivo corrente, rispettivamente da \$ 33 a 22 miliardi e da \$ 110 a 99 miliardi. Un calo del disavanzo USA al disotto di \$ 100 miliardi era considerato da molti come l'obiettivo più ambizioso che si potesse conseguire. Gli andamenti ciclici divergenti hanno senza dubbio favorito il raggiungimento di questo straordinario risultato, così come vi hanno concorso, in periodo più recente, i contributi finanziari di Giappone, Arabia Saudita e Germania allo sforzo bellico nel Golfo. Queste circostanze, insieme al recente rafforzamento del dollaro USA, fanno sorgere dubbi sulla possibilità che tali tendenze – fatta eccezione per l'ulteriore calo dell'eccedenza tedesca – proseguano nel 1991 e oltre. Dati i timori che le dimensioni degli squilibri avevano suscitato in precedenza, ci si poteva aspettare che la loro riduzione fosse accolta con grande sollievo. Non sembra tuttavia che ciò sia avvenuto, almeno a giudicare dagli sviluppi sui mercati dei cambi. La variabilità giornaliera, così come le oscillazioni mensili e trimestrali, sono state quasi altrettanto pronunciate quanto in passato. Gli andamenti dei mercati valutari vengono analizzati in maggior dettaglio nel Capitolo VIII.

Con la riduzione degli squilibri di parte corrente, il coordinamento internazionale delle politiche – che in regime di tassi fluttuanti rappresenta la sola, sebbene non sempre efficace, precauzione contro gravi distorsioni dei tassi di cambio – non ha più avuto nel 1990 un chiaro punto focale. Le implicazioni sul piano delle politiche che comportava la necessità di ridurre i disavanzi o le eccedenze di parte corrente erano relativamente evidenti. In un contesto di ampi squilibri, non era troppo difficile concordare in linea di principio su ciò che si richiedeva da ciascun paese partecipante al coordinamento delle politiche. Venuto meno tale contesto, la questione non si pone più in termini così univoci. Si stanno lanciando nuove iniziative in questo ambito. Poiché tutti gli aspetti delle politiche hanno un'importante dimensione internazionale, è questo un altro punto su cui si ritornerà nelle Conclusioni.

Alle preoccupazioni circa i persistenti squilibri è subentrato il timore di una carenza di risparmio mondiale, di fronte all'accresciuta domanda di capitali nell'Europa orientale, nel Medio Oriente e, ovviamente, nei paesi in via di sviluppo. L'elevato livello dei tassi d'interesse reali a lungo termine in pressoché tutti i paesi è visto da più parti come l'espressione di questa carenza. La caduta

del risparmio nazionale, esaminata nel Capitolo II, è anzitutto (ma non solo) un problema del settore pubblico, causato dai persistenti disavanzi di bilancio e da uno spostamento della spesa dagli investimenti in infrastrutture ai consumi correnti. Anche se il rallentamento congiunturale può avere attenuato questo problema negli ultimi tempi, il declino a medio termine del risparmio nazionale in molti paesi continua a rappresentare un vincolo per gli investimenti in beni capitali e, in ultima analisi, per la crescita dell'economia mondiale.

Le difficoltà debitorie internazionali perdurano, gettando un'ombra su ampie parti dell'area in via di sviluppo, anche se non più sul sistema bancario internazionale. La strategia di base per affrontare i problemi dei paesi indebitati, che ha mostrato, ad esempio, la sua utilità nel caso del Messico, è stata mantenuta in atto. Nondimeno, nuovi orizzonti si sono dischiusi in un'area attinente: la Polonia è stata la principale beneficiaria di una maggiore disponibilità a contemplare una remissione ufficiale del debito al fine di rendere più facile la transizione del paese all'economia di mercato. Tuttavia è diventato fin troppo evidente che l'approccio differenziato caso per caso ha i suoi limiti: quanto viene fatto per un debitore può essere riguardato con invidia e risentimento da altri, e l'obiettivo di fondo volto a creare le condizioni per incoraggiare i flussi di capitali privati potrebbe essere compromesso. Il Capitolo VI contiene una rassegna dettagliata degli sviluppi in questo settore dell'attività creditizia internazionale e più in generale nei mercati internazionali dei capitali.

La struttura della Relazione è stata modificata leggermente con l'aggiunta, dopo il Capitolo II, di un capitolo dedicato ai paesi in via di sviluppo e all'Europa orientale. La numerazione dei capitoli seguenti è stata modificata corrispondentemente, ma la loro sequenza resta inalterata rispetto agli anni precedenti.

II. Gli andamenti nei paesi industriali

Nella prima parte di questo capitolo viene presentato un quadro d'insieme delle condizioni del ciclo economico nei paesi industriali nel 1990 e nei primi mesi del 1991, cui fa seguito un esame delle conseguenze economiche della crisi del Golfo e degli andamenti nei singoli paesi industriali. Due particolari argomenti sono inoltre trattati in modo abbastanza approfondito. Anzitutto viene analizzata la relazione tra debito dello Stato, disavanzo di bilancio e investimenti pubblici, con particolare riguardo agli sviluppi recenti e ai problemi di piú lungo periodo posti dal processo di risanamento della finanza pubblica. Vengono quindi considerate le determinanti del risparmio nazionale nei paesi industriali, nel contesto di una crescente domanda mondiale di capitali, di tassi d'interesse reali elevati e di una caduta del risparmio pubblico nell'arco degli ultimi due decenni.

Le condizioni del ciclo economico

Nei paesi industriali la crescita media del PNL/PIL a prezzi costanti è rallentata lo scorso anno, scendendo al 2^{1/2}% rispetto a circa il 3^{1/2}% nel 1989, mentre l'inflazione dei prezzi al consumo è aumentata di quasi 1 punto percentuale, salendo al 5^{3/4}%. Questi dati aggregati nascondono andamenti economici alquanto disparati, poiché si sono accentuati, specie nel secondo semestre del 1990, gli sfasamenti nel ciclo economico già rilevati nella Relazione annuale dello scorso anno. Mentre in alcune economie, come il Giappone e la Germania in particolare, la crescita ha continuato ad essere vigorosa, in diversi paesi industriali, tra cui Stati Uniti, Regno Unito, Canada e Svezia, il precedente indebolimento dell'attività economica si è trasformato in cali piú pronunciati e diffusi. Inoltre si è sensibilmente indebolita la forte espansione registrata nel 1989 e per gran parte del 1990 nell'Europa continentale, con una caduta della produzione industriale in Francia e in Italia nell'ultima parte dello scorso anno.

Numerosi fattori sono responsabili dell'indebolimento dell'attività economica nei paesi industriali. Lo *shock* dal lato dell'offerta, costituito dal rincaro del petrolio, e le incertezze connesse con la crisi del Golfo hanno svolto un ruolo di rilievo nella seconda metà dell'anno, agendo indirettamente attraverso un diffuso deterioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese e una conseguente decelerazione della spesa per consumi, nonché direttamente attraverso le perdite in termini di ragioni di scambio e l'aumento dei costi di produzione. In realtà, nei paesi che hanno fatto segnare i risultati piú modesti, la fase discendente era decisamente in atto già prima della fine di agosto, e la maggior parte di essi si trova ora in una situazione "classica" di contrazione ciclica della domanda aggregata, collegata a politiche monetarie restrittive. Per contro, il rallentamento produttivo negli Stati Uniti pare dovuto principalmente a un calo di

Rallentamento della crescita nel 1990

Rincaro del petrolio

fiducia dei consumatori e delle imprese, all'accumularsi di squilibri nel sistema finanziario e all'eccesso di offerta nel settore dell'edilizia non residenziale. Gli alti tassi d'interesse reali, insieme al decumulo delle scorte, sono in gran parte responsabili del piú recente rallentamento economico in Francia e in Italia. Il livello elevato dei tassi reali in questi due paesi è in parte connesso a fattori esterni, come ad esempio i vincoli di cambio nello SME, piuttosto che a un surriscaldamento dell'economia interna.

Surriscaldamento
seguito
da recessione

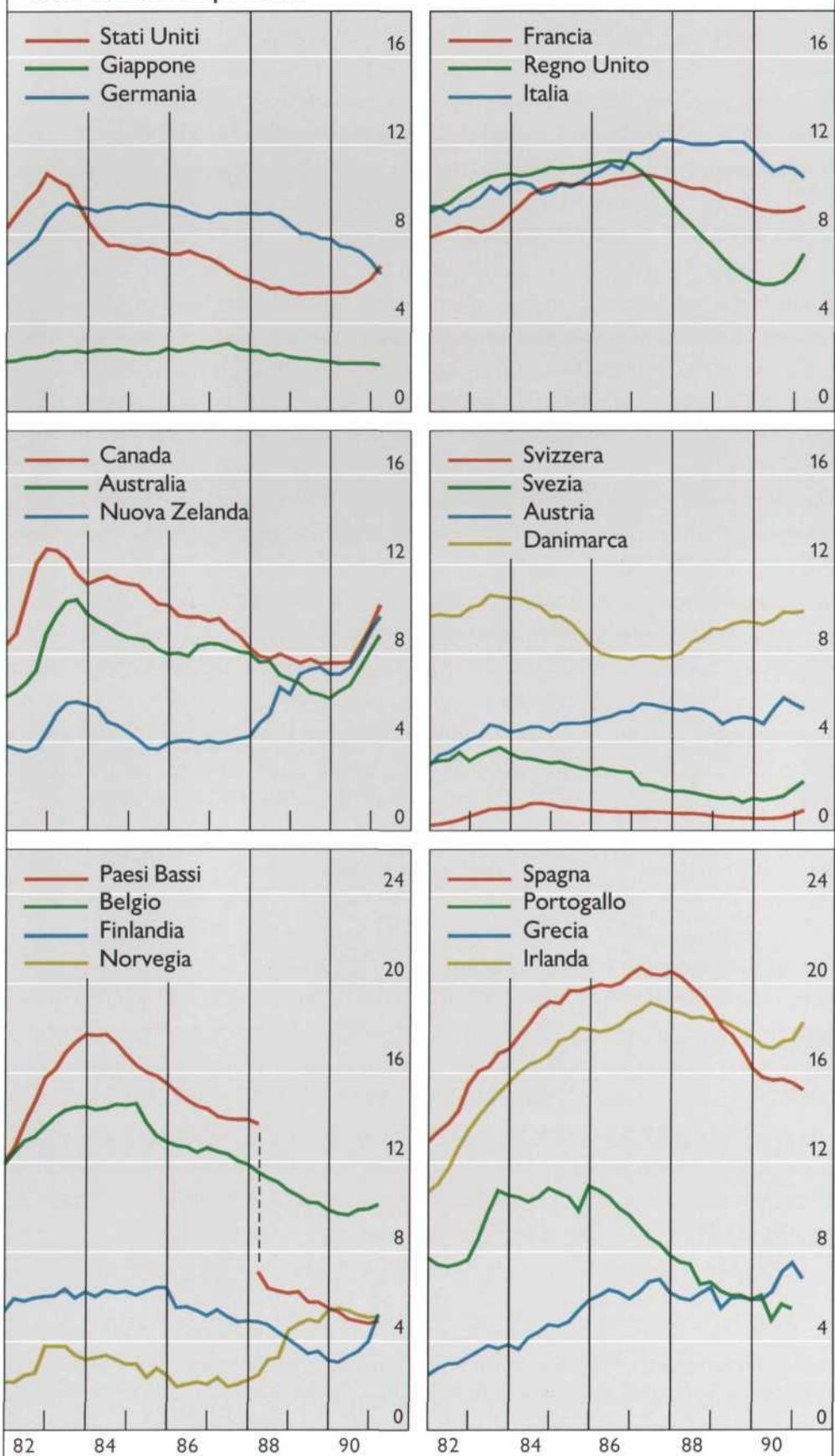
Tra i paesi industriali che attualmente presentano sintomi di debolezza, sulla scia di un classico surriscaldamento congiunturale, figurano Regno Unito, Canada, Svezia, Finlandia e Australia. L'espansione economica sostenuta ha determinato condizioni piú tese sui mercati dei beni e del lavoro, manifestatesi con piú alti tassi di utilizzo della capacità e un calo della disoccupazione. Si è sviluppata una situazione di eccesso di domanda, rispecchiata dall'accelerazione della dinamica dei salari e dei prezzi, nonché, nella maggior parte dei casi, da un deterioramento della bilancia commerciale. Per far fronte agli squilibri che si stavano delineando, in quasi tutti questi paesi le politiche monetarie si erano fatte piú restrittive verso la metà del 1988 e da allora sono state ulteriormente inasprite nella maggior parte dei casi. Conseguentemente, la crescita degli aggregati monetari e creditizi è rallentata e i tassi nominali e reali hanno raggiunto livelli assai elevati. In siffatto contesto, l'attività economica ha finito con il perdere slancio; la crescita del PNL reale è diminuita sensibilmente, diventando in alcuni casi persino negativa, e la produzione industriale ha subito un netto calo. Per lo piú i tassi di disoccupazione avevano toccato un minimo verso la metà dello scorso anno, per poi ristagnare o tornare ad aumentare nei restanti mesi del 1990 e agli inizi di quest'anno. I profitti hanno subito una compressione, non essendo stato possibile alle imprese, in condizioni di mercato deboli, aumentare i prezzi in linea con i costi.

Recessione
negli Stati Uniti,
nonostante
l'allentamento
della politica
monetaria

Negli Stati Uniti si erano manifestate condizioni di eccesso di domanda con un certo anticipo rispetto alla maggior parte degli altri paesi, in quanto la ripresa dell'economia statunitense era in genere cominciata prima ed era stata inizialmente piú vigorosa. Tra marzo e agosto del 1988 i tassi sui *federal funds* erano costantemente saliti, in quanto la Riserva federale aveva agito in senso restrittivo sulle riserve bancarie di fronte alla crescente evidenza di una forte dinamica economica. La disoccupazione era scesa ad un minimo di circa il 5% agli inizi del 1989. A causa sia dei piú alti tassi d'interesse sia dello stadio avanzato della ripresa, nella primavera del 1989 la crescita reale era rallentata, e la Riserva federale rispondeva con un allentamento delle condizioni monetarie. Ad aprile di quest'anno i tassi sui *federal funds* erano scesi di oltre 400 punti base. La scomparsa del differenziale d'interesse a breve nei confronti della Germania e del Giappone ha comportato un sostanziale calo del valore esterno del dollaro nel 1990 e una forte espansione delle esportazioni nette di prodotti non agricoli. Tuttavia, i guadagni di competitività internazionale sono stati in parte annullati dall'apprezzamento del dollaro agli inizi di quest'anno, nonostante sia proseguita la tendenza a un abbassamento relativo dei tassi USA.

Malgrado le piú agevoli condizioni monetarie, è perdurato il rallentamento dell'economia statunitense, che ha assunto intensità crescente verso la fine del 1990 ed è proseguito all'inizio di quest'anno, con un aumento della disoccupazione

Tassi di disoccupazione*



* In percentuale. Definizioni e statistiche nazionali; per i Paesi Bassi, discontinuità nella serie.

Calo di fiducia
dei consumatori
e delle imprese

particolarmente pronunciato in febbraio e marzo. Questa evoluzione può spiegarsi in parte con una certa riluttanza delle banche a concedere prestiti a taluni settori o regioni del paese, anche nel caso di mutuatari con elevata affidabilità ("credit crunch"). Il carattere atipico della recessione statunitense sta nel fatto di non aver preso avvio da un rialzo dei tassi d'interesse reali, né da forti pressioni salariali o da eccesso di scorte. Lo scorso anno i tassi d'interesse reali negli Stati Uniti sono diminuiti sia per effetto del calo di quelli nominali sia in seguito all'accelerazione della dinamica dei prezzi al consumo, e in molti settori le retribuzioni nominali non tengono il passo con l'inflazione dal 1986. Sono osservabili diversi squilibri congiunturali, in particolare la rapida ascesa degli indici di indebitamento delle famiglie e delle imprese e l'ampio eccesso di offerta di immobili non residenziali. Nondimeno, il perdurare della flessione economica sembra dovuto in larga parte a un calo di fiducia dei consumatori e delle imprese, connesso inizialmente alle difficoltà poste dai persistenti disavanzi del bilancio federale e dalle istituzioni finanziarie dissestate. In un contesto economico già

Prezzi al consumo							
Paesi	1988	1989	1990				1991
			marzo	giugno	sett.	dic.	marzo
variazioni percentuali su dodici mesi, a fine periodo ¹							
Stati Uniti	4,4	4,6	5,2	4,7	6,2	6,1	4,9
Giappone	1,0	2,6	3,5	2,2	3,0	3,8	4,0
Germania	1,8	3,0	2,7	2,3	3,0	2,8	2,5
Francia	3,1	3,6	3,4	3,0	3,8	3,4	3,2
Regno Unito	6,8	7,7	8,1	9,8	10,9	9,3	8,2
Italia	5,5	6,5	6,1	5,6	6,3	6,4	6,6
Canada	4,0	5,2	5,3	4,3	4,2	5,0	6,3
Australia	7,7	7,8	8,6	7,7	6,0	6,9	4,9
Austria	1,9	2,9	3,1	2,9	3,7	3,5	3,5
Belgio	1,9	3,6	3,4	3,0	3,7	3,5	3,3
Danimarca	4,5	4,8	3,0	2,5	3,1	1,9	2,4
Finlandia	6,5	6,6	6,6	5,6	5,7	4,9	4,8
Grecia	14,0	14,8	17,8	21,7	21,8	22,8	19,5
Irlanda	2,6	4,7	4,2	3,5	2,9	2,7	2,6
Israele	16,4	20,7	16,1	16,3	18,6	17,6	18,0
Norvegia	5,6	4,2	4,5	3,6	3,9	4,4	3,5
Nuova Zelanda	4,7	7,2	7,0	7,6	5,0	4,9	4,5
Paesi Bassi	1,2	1,3	2,3	2,3	2,7	2,6	2,6
Portogallo	11,7	11,6	12,8	13,6	13,7	13,7	12,2
Spagna	5,9	6,9	7,0	6,6	6,4	6,5	5,9
Sudafrica	12,5	15,3	14,9	13,6	14,3	14,6	14,1
Svezia	6,3	6,7	10,7	9,8	11,5	10,9	10,7
Svizzera	1,9	5,0	5,0	5,0	6,1	5,3	5,9
Turchia	61,6	64,3	62,8	62,6	59,3	60,4	62,3
Media ²	4,0	4,9	5,3	4,8	5,7	5,7	5,2

¹ Dati trimestrali per Australia, Irlanda e Nuova Zelanda. ² Ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1988.
Fonti: statistiche nazionali.

debole, la temporanea impennata dei prezzi del petrolio e le iniziali incertezze circa l'esito della crisi del Golfo Persico hanno spinto l'economia USA ancor più verso la recessione. Anche se vi è stato un certo recupero di fiducia dei consumatori dopo il successo militare alleato nella guerra del Golfo, nel primo trimestre del 1991 il PNL reale è nuovamente diminuito.

Diversi altri paesi industriali hanno continuato a beneficiare di una vigorosa dinamica economica nel 1990. In Germania, Paesi Bassi e Austria la crescita è stata molto sostenuta, mentre le spinte dei salari e dei prezzi sono aumentate solo moderatamente lo scorso anno, in parte per effetto di un inasprimento, precauzionale e progressivo, delle politiche monetarie a partire dal 1988. In Giappone, la rapida espansione della domanda interna, trainata da massicci investimenti delle imprese, ha continuato ad essere il principale fattore propulsivo della vigorosa attività economica. Segni di rallentamento sono tuttavia emersi nel quarto trimestre, e l'ascesa dell'inflazione misurata sui prezzi al consumo, dall'1% soltanto nel 1988 a quasi il 4% nel 1990, ha suscitato serie preoccupazioni presso le autorità monetarie giapponesi.

Gli eventi straordinari accompagnatisi alla rapida unificazione economica, monetaria e politica della Germania hanno profondamente modificato la situazione economica in Europa. Nella Germania occidentale la domanda aggregata è aumentata in parte di riflesso al forte stimolo fiscale e a un trasferimento di potere d'acquisto all'ex Repubblica democratica tedesca. La crescita del prodotto si è accelerata, ma è stata sopravanzata da quella della domanda, e ciò ha facilitato il processo di aggiustamento esterno. Positivi effetti di traboccamento sull'interscambio si sono manifestati in diversi paesi europei, e in particolare in Belgio, Danimarca e Austria. In tali circostanze, le condizioni monetarie in Germania si sono fatte più restrittive e i tassi d'interesse a breve sono stati innalzati al fine di arginare le crescenti pressioni da eccesso di domanda. Tuttavia, il rialzo dei tassi si è in parte trasmesso all'estero, esercitando un effetto restrittivo indesiderato sull'attività economica di diversi paesi, e in particolare di quelli aderenti agli Accordi europei di cambio (AEC) dello SME. Hanno destato una certa attenzione, verso la fine del 1990 e agli inizi di quest'anno, le tensioni sviluppatesi all'interno dello SME, esacerbate dal rallentamento economico in Francia e in Italia e dall'aggravarsi della recessione nel Regno Unito.

Crescita vigorosa
in Germania ...

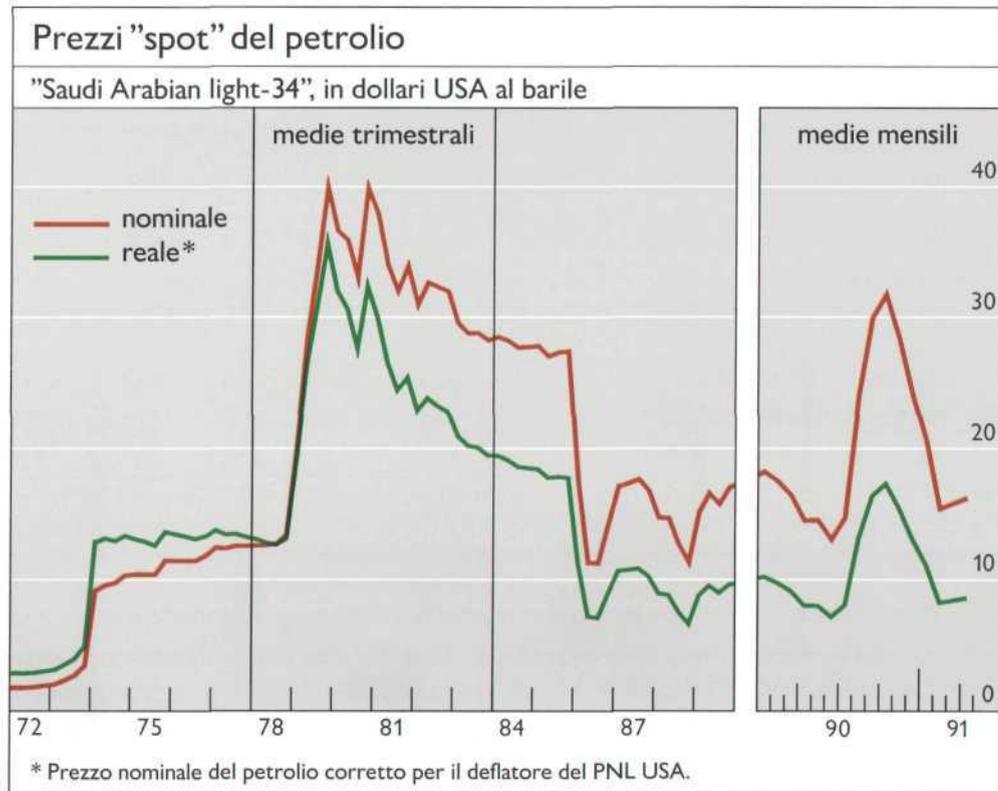
... e in Giappone

Unificazione
della Germania

Le conseguenze economiche della crisi del Golfo

Nella maggior parte dei paesi industriali la crisi del Golfo e le connesse oscillazioni nei prezzi del petrolio hanno rallentato la crescita o aggravato la recessione nella seconda metà del 1990. Anche l'inflazione sarebbe risultata leggermente più moderata se non fosse stato per il temporaneo brusco rincaro del petrolio. Comunque lo *shock* petrolifero dell'agosto scorso ha trovato i paesi industriali più preparati di quanto non lo fossero alla vigilia degli aumenti di prezzo del petrolio del 1973 o del 1978-1980. Il rincaro dello scorso anno non solo è stato temporaneo, ma ha anche preso avvio da un livello relativamente basso in termini reali, dopo il protratto periodo di debolezza dei mercati del petrolio tra la metà e la fine degli anni ottanta. Il minore uso di energia nella produzione, la ridotta dipendenza dalle importazioni di prodotti energetici e le più favorevoli

Temporaneo
shock petrolifero



condizioni congiunturali, e in particolare una minore inflazione, hanno limitato gli effetti negativi dell'impennata dei prezzi del greggio. Ciò nonostante, la crisi del Golfo ha senza dubbio contribuito al deterioramento economico inaspettatamente forte intervenuto nel quarto trimestre in alcuni paesi, avendo intaccato seriamente la fiducia delle imprese e dei consumatori.

Contrariamente alle due precedenti crisi petrolifere, l'ascesa dei prezzi del petrolio dello scorso anno non è durata molto a lungo. Come si può osservare nel grafico, tra luglio e settembre del 1990 i prezzi "spot" del petrolio si sono più che raddoppiati a seguito dell'invasione del Kuwait, passando da meno di \$ 15 a oltre \$ 30 al barile, per poi approssimarsi ai livelli anteriori all'invasione agli inizi di quest'anno. In termini reali, i prezzi del petrolio al punto di massimo erano pur sempre molto inferiori a quelli prevalenti un decennio fa. Il brusco rincaro del greggio nell'agosto scorso – benché le forniture e le scorte fossero a quell'epoca abbondanti – ha rispecchiato il timore di veder compromesse a più lungo termine le esportazioni dal Medio Oriente, dove sono localizzati circa i due terzi delle riserve mondiali accertate di petrolio. I corsi del greggio hanno cominciato a flettere allorché si è attenuata la minaccia ai giacimenti petroliferi dell'Arabia Saudita dopo il concentramento delle forze militari alleate nella regione. Inoltre, diversi paesi, e in particolare l'Arabia Saudita, hanno incrementato la produzione di petrolio, compensando la perdita di forniture dovuta all'embargo sulle esportazioni dall'Irak e dal Kuwait. Per contro, l'esplosione dei prezzi del 1973, seguita alla guerra del Kippur nel Medio Oriente, era associata ad un'esplicita decisione dei paesi arabi di ridurre la produzione petrolifera e di imporre un blocco parziale sulle esportazioni verso alcuni paesi industriali. Nel 1978–1980, a differenza dell'episodio recente, vi era stato un consistente accumulo di scorte di petrolio che aveva contribuito a far lievitare i prezzi.

Perturbazioni
 minime
 nell'offerta
 di petrolio

Consumo e importazioni di energia nei paesi industriali						
Voci	1960	1970	1975	1980	1985	1989
	unità di equivalenti-petrolio/PIL (indice 1973 = 100)					
Fabbisogno di energia primaria	96,9	100,9	95,8	89,5	78,9	75,1
Consumo di petrolio	71,9	95,9	92,3	80,7	62,2	60,0
Importazioni nette di energia	48,4	89,0	91,7	78,4	49,5	54,3
<i>Per memoria:</i>						
prezzo reale del petrolio ¹	103,8	77,0	268,5	497,0	319,7	174,7
petrolio/utilizzo di energia primaria ²	39,7	50,9	51,6	48,3	42,2	42,8
importazioni nette di energia/ utilizzo di energia primaria ²	19,2	33,7	36,6	33,5	24,0	27,6

¹ Prezzo del petrolio greggio corretto per il deflatore del PNL USA. ² In percentuale.
Fonte: OCSE.

Nonostante l'ampio sfasamento temporale tra gli incrementi di prezzo e lo sviluppo e l'applicazione di tecnologie comportanti risparmio di energia, sono stati compiuti notevoli progressi nel ridurre la dipendenza energetica in risposta all'aumento di oltre sei volte subito dal prezzo del petrolio in termini reali dopo i due *shocks* negli anni settanta. Come si può rilevare dalla tabella, i paesi industriali avevano fortemente ridotto il consumo (in volume) di energia e di petrolio in rapporto al prodotto reale, e si trovavano quindi in una posizione strutturale più favorevole per assorbire un aumento di prezzo del petrolio di quanto lo fossero all'epoca dei due precedenti *shocks*. Rispetto alle punte massime toccate agli inizi degli anni settanta, nel 1989 si registravano cali del 25, 40 e 46% rispettivamente per il fabbisogno di energia primaria in percentuale del PNL, il consumo di petrolio e le importazioni nette di energia. In aggiunta, per effetto di strategie di diversificazione la quota del petrolio sugli utilizzi di energia primaria era calata da circa il 51 al 43%.

La minore dipendenza dal petrolio nel processo produttivo riduce gli effetti sfavorevoli di un aumento dei corsi del greggio in termini di costi, e la minore dipendenza dalle importazioni di petrolio attenua gli effetti negativi in termini di ragioni di scambio. Considerando gli sviluppi nell'impiego di energia e nella dipendenza dalle importazioni, nonché le variazioni effettive nei prezzi delle importazioni di energia (compresi gli effetti di cambio), si può ritenere che per l'insieme dei principali paesi industriali la perdita netta di reddito reale connessa con il rincaro del petrolio sia stata inferiore allo 0,5% nel 1989-90. Per contro, perdite di reddito reale del 2-3% si sono osservate in molti paesi industriali dopo le precedenti crisi petrolifere.

Anche altri fattori indicano che gli effetti negativi direttamente riconducibili allo *shock* petrolifero sono stati alquanto meno gravi. In particolare, i tassi d'inflazione, il potenziale di liquidità e il grado di surriscaldamento delle economie industriali erano generalmente molto minori rispetto al periodo anteriore ai due *shocks* degli anni settanta. I grafici seguenti mettono a confronto l'inflazione, l'espansione monetaria e la crescita del PNL reale nei principali paesi industriali prima e dopo i tre *shocks* petroliferi. All'epoca dello *shock* dell'agosto scorso, l'inflazione dei prezzi al consumo di questi paesi si aggirava mediamente intorno

Ridotta dipendenza dalle fonti di energia

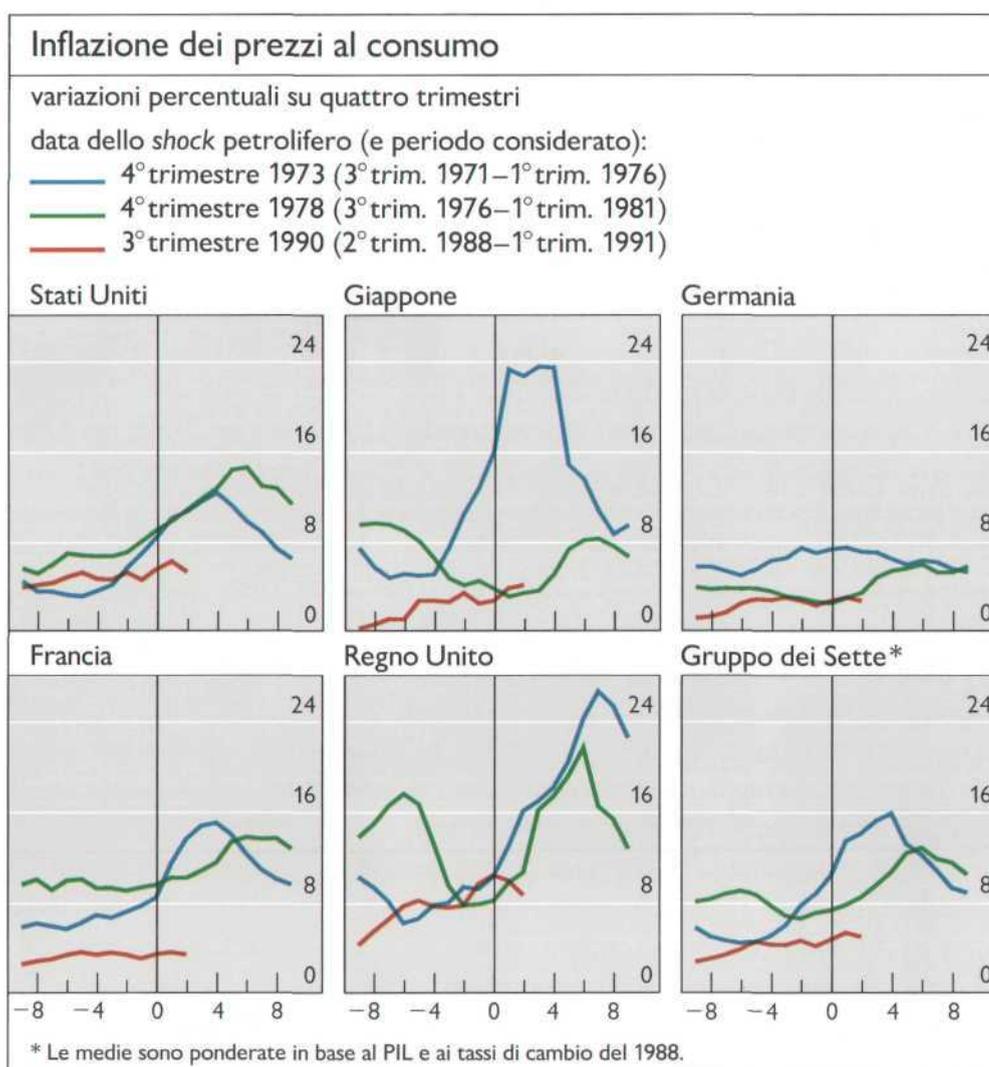
Modeste perdite di reddito in termini reali

Minori pressioni
inflazionistiche

al 4¹/₂%, rispetto al 10¹/₂ e 7¹/₄% rispettivamente all'epoca del primo e del secondo *shock* petrolifero. Condizioni di surriscaldamento sono particolarmente evidenti nel periodo anteriore alla prima crisi petrolifera, soprattutto in Giappone, dove l'inflazione procedeva a un tasso annuo del 16% nel quarto trimestre del 1973 e si era accelerata in corso d'anno. Prima del secondo *shock* l'inflazione in Giappone era inferiore al 4% e stava flettendo, mentre all'epoca del piú recente balzo dei prezzi del petrolio essa si situava al disotto del 3%.

Del pari, nei maggiori paesi industriali la crescita del PNL reale e l'espansione monetaria erano mediamente alquanto piú contenute all'epoca del rincaro dei prezzi del petrolio dello scorso anno che in precedenza. La crescita del PNL reale era a quel momento in media di circa il 2³/₄% su base annua e stava gradualmente decelerando da oltre un anno, di pari passo con l'indebolimento dell'attività economica negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Tuttavia, in contrasto con la pronunciata e diffusa tendenza recessiva internazionale già evidente alla vigilia del primo *shock* petrolifero del 1973, molti paesi industriali – in particolare Giappone, Germania e la maggior parte dei paesi dell'Europa continentale – si trovavano ancora in fase di forte crescita. Gli orientamenti di politica monetaria dello scorso anno rispecchiavano le differenti situazioni economiche: a un allentamento negli Stati Uniti ha fatto riscontro un indirizzo alquanto restrittivo in

Asincronie
nel profilo ciclico



Offerta di moneta e PNL/PIL reale nei paesi del Gruppo dei Sette¹

variazioni percentuali su quattro trimestri

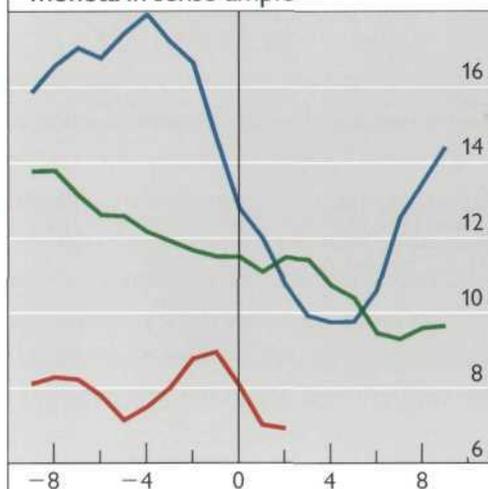
data dello *shock* petrolifero (e periodo considerato):

— 4° trimestre 1973 (3° trim. 1971–1° trim. 1976)

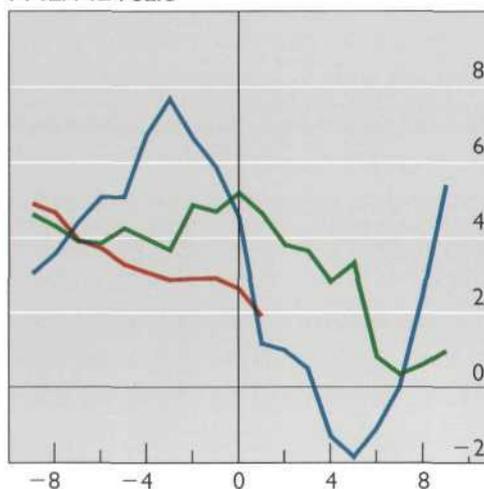
— 4° trimestre 1978 (3° trim. 1976–1° trim. 1981)

— 3° trimestre 1990 (2° trim. 1988–1° trim. 1991)

moneta in senso ampio²



PNL/PIL reale



¹ Le medie sono ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio del 1988. ² Per Stati Uniti, Italia e Canada, M_2 ; per il Giappone, $M_2 + CD$; per Germania e Francia, M_3 ; per il Regno Unito, M_4 .

Giappone, Germania e, attraverso la trasmissione degli alti tassi d'interesse, anche in altri paesi degli AEC. La crescita degli aggregati monetari ampi, più lenta e stabile lo scorso anno rispetto alla situazione all'epoca dei precedenti *shocks* petroliferi, nonché il livello molto più elevato dei tassi d'interesse reali, indicano che nella maggior parte delle economie industriali il potenziale monetario e le spinte inflazionistiche di fondo erano minori.

Anche se parevano esservi buone probabilità di poter assorbire un forte rincaro del petrolio, specie se di intensità e di durata molto minori dei precedenti, nel quarto trimestre in molti paesi industriali l'attività economica si è sensibilmente indebolita. Tuttavia, questo sviluppo è solo in parte attribuibile al temporaneo rincaro del greggio, mentre ha svolto un ruolo più importante l'incertezza associata al conflitto del Golfo, che ha provocato un crollo di fiducia e un deciso ridimensionamento della domanda dei consumatori e delle imprese. L'azione combinata di questi fattori ha contribuito alla caduta dei mercati azionari in agosto e settembre. Le compagnie aeree e l'industria del turismo sono state particolarmente colpite dai crescenti costi del carburante, cui si è aggiunta la cancellazione su vasta scala di viaggi per turismo e affari.

La vittoria militare alleata nella guerra del Golfo agli inizi di quest'anno ha considerevolmente ridotto le tensioni e le incertezze nell'economia mondiale. Inoltre, il clima politico ed economico che ne è seguito, con i toni moderati prevalsi alla riunione dell'OPEC di metà marzo, faceva prospettare una maggiore stabilità, forniture abbondanti e prezzi relativamente bassi sul mercato del petrolio. Anticipando questi sviluppi favorevoli, nel quarto trimestre i mercati

Incertezza associata alla crisi del Golfo

azionari negli Stati Uniti e nel Regno Unito hanno ripreso slancio. Più di recente, vi è stato un certo recupero di fiducia anche da parte delle imprese e dei consumatori.

Nondimeno, le speranze di una rapida inversione di tendenza potrebbero essere premature. La debolezza di diverse economie alla fine dello scorso anno, in particolare in Francia e Italia, ha destato una certa sorpresa, e anche in Giappone sono emersi segni di rallentamento. Con Stati Uniti, Regno Unito, Canada, Svezia e altri paesi già in fase di recessione, sarà difficile evitare la trasmissione di impulsi depressivi attraverso il commercio e altri canali internazionali.

Gli andamenti nelle singole economie industriali

Le tre economie maggiori

Recessione
negli Stati Uniti

Alla fine dello scorso anno l'economia degli *Stati Uniti* era in recessione: nel quarto trimestre il PNL reale registrava un calo in ragione annua dell'1¹/₂%, cui è seguita una contrazione del 2³/₄% nel primo trimestre del 1991. Ciò ha segnato la fine di una fase ciclica espansiva protrattasi per otto anni, la seconda, in ordine di durata, negli annali statistici e di estensione temporale più che doppia rispetto alla media delle espansioni del dopoguerra. Da ormai quasi due anni l'economia dava segni di graduale rallentamento, culminato in una decelerazione della crescita del PNL reale fino all'1% per l'intero 1990. La disoccupazione è salita al 6³/₄% nel marzo di quest'anno, superando di 1³/₄ punti il livello registrato agli inizi del 1989. Tra giugno 1990 e febbraio 1991 gli occupati dipendenti sono diminuiti di 1¹/₄ milioni, con perdite dei posti di lavoro che hanno riguardato la maggior parte dei settori dell'economia.

Debole domanda
interna

La debolezza dello scorso anno si è manifestata in quasi tutte le componenti della domanda interna: consumi privati, investimenti fissi e formazione di scorte. Nel quarto trimestre i primi sono diminuiti del 3¹/₂% e gli investimenti fissi del 5¹/₂%. La flessione nel settore delle costruzioni, residenziali e non, ha rispecchiato la debolezza generale del mercato immobiliare e l'elevata quota di immobili non residenziali inoccupati. Lo scorso anno a New York, Los Angeles e Chicago, le tre più grandi aree metropolitane americane, tale quota era in media del 14, 17 e 17% rispettivamente. In molte altre aree metropolitane, soprattutto nella regione sud-occidentale, tali percentuali erano ben oltre il 20%. L'industria manifatturiera, che concorre solo per il 17% all'occupazione totale, costituiva un'altra area di debolezza, avendo contribuito ad oltre la metà del calo dell'occupazione da giugno. Il numero degli occupati in questo settore era andato progressivamente diminuendo dagli inizi del 1989, in buona parte a causa dei licenziamenti resi necessari da tagli produttivi nell'industria automobilistica.

Elevata quota
di locali
inoccupati

Migliore
andamento delle
esportazioni
nette

Il rallentamento dell'economia statunitense è stato mitigato in parte dalla migliore dinamica delle esportazioni nette, favorita da un sensibile deprezzamento del dollaro nella media dell'anno. Inoltre, dato il livello relativamente basso delle scorte, non è previsto un significativo effetto di decumulo, a differenza di quanto osservato nella maggior parte delle recessioni precedenti. Nel 1989-90 la quota delle giacenze sulle vendite finali è rimasta molto stabile, e una ripresa della domanda dovrebbe potersi quindi tradurre rapidamente in

incrementi di produzione e di occupazione. Lo scorso anno anche la crescita dei consumi pubblici ha contribuito a compensare il calo della domanda privata.

Nell'esercizio finanziario 1990 il disavanzo del bilancio federale è aumentato di \$ 27 miliardi (sulla base dei dati di contabilità nazionale NIPA), di cui oltre la metà è da attribuirsi all'operare degli stabilizzatori automatici in un'economia in decelerazione. Su una base di bilancio consolidato, comprendente il sistema previdenziale, le acquisizioni di attività delle casse di risparmio, nonché il finanziamento dei fondi di assicurazione dei depositi, il disavanzo è aumentato di \$ 67 miliardi, salendo a \$ 220 miliardi nell'esercizio 1990, ed è previsto che raggiunga \$ 318 miliardi nell'esercizio 1991. Le preoccupazioni per il perdurare di ampi disavanzi hanno condotto nel novembre scorso all'emanazione di una nuova legge che fa sperare in sostanziali riduzioni in futuro. Le condizioni recessive

Maggiore disavanzo di bilancio

Andamento del PNL/PIL reale e delle componenti della domanda: maggiori paesi industriali								
Paesi e periodi	PNL/PIL ¹	Domanda interna totale	Componenti della domanda					Per memoria: investimenti fissi privati (escluse abitazioni)
			consumi privati	consumi pubblici	investimenti fissi totali	variazione delle scorte ²	esportazioni nette ²	
variazioni percentuali								
Stati Uniti								
1982-89 media	3,8	4,1	3,8	3,2	5,6	0,1	-0,4	4,7
1988	4,5	3,3	3,6	0,2	5,6	0,0	1,2	8,3
1989	2,5	1,9	1,9	2,3	1,6	0,0	0,6	3,9
1990	1,0	0,5	0,9	2,8	-0,1	-0,7	0,5	1,8
1990, 4° trim. ³	0,5	-0,5	0,1	3,8	-1,1	-1,1	1,0	2,2
Giappone								
1982-89 media	4,3	4,5	3,8	2,4	6,2	0,1	-0,2	9,4
1988	6,3	7,6	5,3	2,2	12,2	0,6	-1,2	14,8
1989	4,7	5,7	4,3	2,1	8,8	0,2	-0,9	15,5
1990	5,6	5,8	4,1	1,4	10,7	-0,1	-0,2	13,8
1990, 4° trim. ³	4,7	4,2	1,8	1,5	9,9	-0,3	0,5	12,5
Germania⁴								
1982-89 media	2,6	2,6	2,2	1,5	3,1	0,3	0,2	5,0
1988	3,7	3,8	2,7	2,3	5,1	0,6	0,1	6,8
1989	3,9	2,7	1,7	-0,9	7,1	0,4	1,2	8,5
1990	4,5	4,7	4,2	2,6	8,2	0,0	-0,2	9,6
1990, 4° trim. ³	4,8	4,5	4,0	4,7	7,6	-0,6	0,3	12,3 ⁵
Francia								
1982-89 media	2,4	2,5	2,5	1,9	3,1	0,0	-0,2	3,9
1988	4,2	4,4	3,4	2,9	8,6	0,1	-0,3	10,2
1989	3,9	3,5	3,2	0,2	7,5	0,0	0,3	8,6
1990	2,8	3,2	3,2	3,4	3,5	-0,1	-0,4	4,6
1990, 4° trim. ³	2,1	2,1	2,8	3,2	1,2	-0,3	-0,1	2,2

Per le note e le fonti si veda la tabella alla pagina di fronte.

Andamento del PNL/PIL reale e delle componenti della domanda: maggiori paesi industriali (continuazione)								
Paesi e periodi	PNL/PIL ¹	Domanda interna totale	Componenti della domanda					Per memoria: investimenti fissi privati (escluse abitazioni) ²
			consumi privati	consumi pubblici	investimenti fissi totali	variazione delle scorte ²	esportazioni nette ²	
variazioni percentuali								
Regno Unito								
1982-89 media	3,4	4,4	4,6	1,0	6,8	0,2	-1,1	9,5
1988	3,9	7,5	6,9	0,6	14,1	0,7	-3,7	20,3
1989	1,9	2,9	3,9	0,6	3,9	-0,4	-1,0	4,7
1990	0,7	-0,1	1,0	1,7	-1,7	-0,7	0,9	-1,5
1990, 4° trim. ³	-1,4	-1,4	-1,5	0,6	-6,4	0,7	0,1	-7,4
Italia⁶								
1982-89 media	2,8	3,3	3,0	2,7	3,2	0,0	-0,3	n.d.
1988	4,1	4,4	4,2	2,8	6,9	0,0	-0,5	9,0
1989	3,0	3,0	3,6	0,9	4,6	-0,3	-0,1	5,3
1990	2,0	1,9	2,7	1,0	3,0	-0,5	0,0	3,4
Canada								
1982-89 media	4,1	4,7	4,3	2,1	5,9	0,5	-0,8	5,2
1988	4,4	5,0	4,3	2,8	10,2	-0,3	-1,1	15,2
1989	3,0	4,1	3,8	2,6	4,5	0,4	-1,3	5,0
1990	0,9	0,0	1,3	3,9	-2,4	-0,9	0,9	-2,3
1990, 4° trim. ³	-1,0	-2,2	-0,4	5,4	-7,2	-1,4	1,3	-5,1
Media⁷								
1982-89 media	3,6	3,9	3,6	2,5	5,3	0,1	-0,3	6,7
1988	4,7	4,9	4,2	1,3	8,8	0,2	-0,1	11,6
1989	3,3	3,2	2,8	1,5	5,5	0,1	0,0	8,8
1990	2,6	2,4	2,2	2,5	4,6	-0,3	0,2	6,6
1990, 4° trim. ^{3,8}	2,0	1,4	1,1	3,2	3,3	-0,6	0,5	5,7

¹ PNL per Stati Uniti, Giappone e Germania. ² Contributo in punti percentuali alla crescita del PNL/PIL. ³ Variazione su quattro trimestri. ⁴ Basati sui prezzi del 1980. ⁵ Macchinari e attrezzature. ⁶ Dati trimestrali non disponibili per il 1990. ⁷ Ponderata in base al PIL e alle componenti della domanda nel 1988. ⁸ Dati parzialmente stimati.

Fonti: OCSE e statistiche nazionali.

Proseguimento della fase espansiva in Giappone

dell'economia hanno influito negativamente anche sui bilanci degli enti statali e locali, aggravando ulteriormente la situazione delle finanze del settore pubblico.

In Giappone la crescita del PNL reale si è accelerata, salendo a quasi il 5^{1/2}% nel 1990, sospinta dalla rapida espansione della domanda interna e, in particolare, dalla intensa attività di investimento delle imprese. I consumi delle famiglie sono stati sostenuti, essendo cresciuti di oltre il 4%, nonostante la perdita del 40% subita dai corsi azionari tra il massimo del 1989 e la fine dello scorso anno. La crescita in Giappone ha superato il potenziale di più lungo periodo dell'economia, e l'ulteriore inasprimento delle condizioni sul mercato del lavoro – dove la disoccupazione è scesa a circa il 2% – ha intensificato le spinte inflazionistiche. La

perdurante carenza di manodopera e gli elevati livelli di utilizzo della capacità, saliti ulteriormente lo scorso anno, sono stati un importante fattore propulsivo della rapida crescita degli investimenti delle imprese. Tra il 1988 e il 1990 gli investimenti fissi non residenziali sono aumentati in termini reali a un tasso medio annuo di quasi il 15%, di riflesso allo sforzo delle imprese per sostituire capitale alla manodopera scarsa e per ampliare la capacità produttiva. Per effetto della vigorosa crescita della domanda interna e del rallentamento delle economie di diversi importanti *partners* commerciali, in particolare gli Stati Uniti, l'eccedenza delle esportazioni nette del Giappone è diminuita, favorendo il processo di aggiustamento esterno.

Il vigore dell'attività economica e lo *shock* petrolifero hanno contribuito lo scorso anno a rafforzare le pressioni dei prezzi in Giappone. Nel secondo semestre del 1990 l'incremento dei prezzi all'ingrosso (dicembre su dicembre) è salito ad oltre il 2%, e il tasso d'inflazione misurato sui prezzi al consumo ha raggiunto quasi il 4% a fine anno. Questa accelerazione è in parte ricollegabile alla precedente debolezza del tasso di cambio dello yen. La dinamica salariale, quantunque sostenuta in termini reali rispetto ai parametri internazionali, è rimasta pressoché in linea con la crescita della produttività, cosicché non sono provenute spinte inflazionistiche dal lato dei costi, così evidenti in molti altri paesi industriali. Anche sul piano delle politiche si è cercato di arginare le pressioni dei prezzi; l'inasprimento monetario, iniziato cautamente nel 1988, è stato intensificato nel 1989 e nuovamente lo scorso anno, con il rialzo a due riprese del saggio ufficiale di sconto e l'ascesa dei tassi a breve del mercato. Anche il saldo attivo delle amministrazioni pubbliche è ulteriormente aumentato, superando il 3% del PNL. Purtuttavia, l'accelerazione della dinamica dei prezzi al consumo alla fine del 1990 e agli inizi di quest'anno continua a destare una certa preoccupazione.

Nel 1990 la crescita del PNL reale è salita al 4^{1/2}% nella *Germania* occidentale. Si tratta del più rapido tasso di espansione dopo la ripresa seguita alla recessione della metà degli anni settanta, tanto più eccezionale in quanto raggiunto in uno stadio avanzato del ciclo espansivo in atto ormai da otto anni. La crescita della domanda interna ha avuto un'ampia base, essendo stata trainata da un aumento di oltre il 12% degli investimenti in macchinari e attrezzature e da una esuberante domanda di consumi. L'accelerazione della domanda, attribuibile in ampia misura alla rapida unificazione delle parti occidentale e orientale della *Germania* e al connesso trasferimento di potere d'acquisto all'ex Repubblica democratica tedesca, ha contribuito all'aggiustamento esterno, riducendo l'eccedenza delle esportazioni nette.

Benché nel 1990 l'economia stesse operando ai limiti della capacità produttiva, i prezzi al consumo sono aumentati di meno del 3%, all'incirca allo stesso ritmo del 1989. L'incremento dei prezzi all'ingrosso non ha superato l'1%. Hanno concorso a moderare l'inflazione nel 1990 la rapida crescita della produttività del lavoro, la forza del marco e la rigorosa politica monetaria perseguita nell'arco dell'intero anno, evidenziata dagli alti tassi d'interesse reali in *Germania*. L'inflazione resta, comunque, oggetto di preoccupata attenzione da parte delle autorità. A fine 1990 la crescita delle retribuzioni nominali era salita a quasi il 5^{1/2}%, e l'inflazione, nella misura più ampia data dal deflatore del PNL, a circa il 3^{1/2}%.

Crescenti
pressioni
dei prezzi

Inasprimento
delle condizioni
monetarie

Rapida crescita
economica
nella *Germania*
occidentale

Collasso
dell'industria
tedesco-orientale

L'unificazione economica e monetaria della Repubblica federale di Germania con l'ex Repubblica democratica tedesca nel luglio scorso, seguita dall'unione politica in ottobre, è stata realizzata a ritmi molto serrati e per diversi aspetti ha concesso alla parte orientale del paese ben poco tempo per operare un aggiustamento. Ne è conseguito il collasso dell'industria tedesco-orientale, principalmente perché i suoi prodotti non sono competitivi rispetto a quelli tedesco-occidentali in termini di qualità, gamma merceologica e struttura dei costi. Di conseguenza, la domanda interna si è in gran parte indirizzata verso i prodotti occidentali. Lo scorso anno nei *Länder* orientali numerose unità produttive hanno chiuso i battenti, la produzione è calata e la disoccupazione è salita bruscamente; nel febbraio di quest'anno quasi un terzo delle forze di lavoro era disoccupata o impiegata a orario fortemente ridotto. La domanda è stata tuttavia sorretta da massicci trasferimenti pubblici destinati a sostenere i livelli di reddito e a facilitare l'aggiustamento economico durante la transizione a un'economia privata.

Forte aumento
del disavanzo
di bilancio

Il finanziamento dei trasferimenti a favore dei *Länder* orientali ha portato il saldo finanziario delle amministrazioni pubbliche da una posizione leggermente attiva nel 1989 a un disavanzo equivalente al 3% del PIL nel 1990. Secondo le proiezioni, i disavanzi resteranno elevati nonostante gli aumenti delle imposte e dei contributi previdenziali con effetto dalla primavera e dall'estate di quest'anno, che dovrebbero generare entrate addizionali per DM 35 miliardi (pari a circa l'1¹/₄% del PNL) nel solo 1991. I costi e i problemi connessi all'unificazione vengono considerati ora molto maggiori e il processo di transizione più lungo di quanto inizialmente previsto. Ad esempio, l'incertezza se restituire le proprietà ai titolari originari prima della collettivizzazione, oppure se indennizzarli in contanti ha scoraggiato gli investimenti privati e ostacolato il trasferimento dei titoli di proprietà. Inoltre, la privatizzazione delle ex imprese statali si è dimostrata difficile. I cinque principali istituti di ricerca tedeschi prevedono per l'anno in corso un'ulteriore contrazione del prodotto reale del 10-20% nelle nuove regioni federali. Di fronte alla crescente disoccupazione e alla dislocazione della produzione, in marzo è stato approvato un nuovo programma di spesa pubblica per ulteriori DM 24 miliardi nel 1991-92, da destinarsi a investimenti nei settori scolastico e ospedaliero e per la creazione di nuovi posti di lavoro.

Problemi posti
dall'unificazione

Le altre maggiori economie industriali

Lo scorso anno nel *Regno Unito* e in *Canada* erano chiaramente ravvisabili condizioni recessive, ampiamente previste, dopo i periodi di stretta monetaria. Hanno costituito invece una sorpresa *Francia* e *Italia*, dove la debolezza dell'attività economica è in parte ricollegabile agli alti tassi d'interesse reali e al decumulo delle scorte.

Recessione
e inflazione
in aumento
nel Regno Unito

Nel secondo semestre del 1990 il *Regno Unito* si trovava in piena recessione, con un calo assoluto del prodotto nel terzo e quarto trimestre che riduceva la crescita su base annua a solo ³/₄% circa. L'attività economica era in fase di rallentamento da oltre due anni, dopo un lungo periodo di crescita molto sostenuta in cui si erano accumulate pressioni da eccesso di domanda che avevano accelerato la dinamica dei prezzi. Nell'ottobre scorso l'inflazione misurata sull'indice dei

prezzi al dettaglio era balzata a circa l'11%, per poi ridiscendere a circa l'8% nel marzo 1991. L'imposta comunale ("poll tax") e i crescenti tassi sui mutui ipotecari hanno contribuito per circa tre punti percentuali al forte aumento del livello dei prezzi nel 1990. Tuttavia, anche escludendo queste voci, l'inflazione era accelerata parallelamente alla sostenuta crescita di fondo delle retribuzioni e al rallentamento ciclico della produttività. La disoccupazione ha toccato un minimo del 5¹/₂% nell'aprile 1990 ed è poi risalita rapidamente a oltre il 7% nei primi mesi di quest'anno. La produzione industriale ha raggiunto un picco in giugno per poi calare progressivamente per i restanti mesi del 1990 e agli inizi del 1991. Le fluttuazioni del ciclo economico nel Regno Unito si sono anche rispecchiate nei mercati immobiliari: ai precedenti forti aumenti di prezzo delle abitazioni e degli immobili per usi commerciali sono seguite flessioni nel 1990. In marzo sono state annunciate una riduzione e la successiva abolizione dell'impopolare "poll tax", che nel 1993-94 dovrà essere sostituita da un'imposta patrimoniale, insieme ad ampie riforme della finanza locale. Un aumento dell'aliquota dell'IVA compenserà in parte il minor gettito dell'imposta comunale abolita.

Riforma tributaria

Anche in *Canada* erano evidenti segni di recessione lo scorso anno, manifestatisi con una flessione del PIL reale negli ultimi tre trimestri e un progressivo indebolimento della produzione industriale. Tra il marzo 1990 e il marzo di quest'anno la disoccupazione è aumentata di tre punti percentuali, in buona parte a causa del forte calo dell'occupazione nell'industria manifatturiera. La maggior parte degli indicatori segnala una recessione un po' più mite di quella avutasi agli inizi degli anni ottanta, principalmente perché sono minori le pressioni da surriscaldamento e vi è un miglior equilibrio delle scorte. Lo scorso anno l'incremento dei prezzi al consumo si situava ancora intorno al 5%, a causa della forte progressione delle retribuzioni nominali e del rallentamento ciclico della produttività. Obiettivi espliciti in termini d'inflazione, convergenti verso la stabilità dei prezzi, sono stati annunciati congiuntamente dalla banca centrale e dal Dipartimento delle finanze nel febbraio 1991 al fine di moderare le aspettative inflazionistiche a medio termine. Tuttavia, l'effetto *una tantum* sul livello dei prezzi derivante dall'introduzione in gennaio dell'imposta sui beni e sui servizi sarà presumibilmente quello di rafforzare le spinte inflazionistiche. La situazione della finanza pubblica ha subito un certo deterioramento nel 1990, a causa della fase recessiva, anche se le entrate hanno beneficiato di un aumento imprevisto dai provvedimenti di riforma tributaria adottati nel 1989.

Segni di recessione in Canada

In *Francia* lo scorso anno la crescita economica è scesa al 2³/₄%, facendo segnare una contrazione del prodotto nel quarto trimestre, in gran parte attribuibile ad un forte calo degli investimenti delle imprese. L'indebolimento della domanda estera, il rincaro del petrolio e l'apprezzamento reale del franco nei confronti delle monete non aderenti agli AEC hanno contribuito ad una flessione delle esportazioni nette per l'insieme dell'anno. Gli alti tassi d'interesse reali, condivisi dalla maggior parte dei paesi partecipanti agli AEC, hanno parimenti concorso a frenare la crescita della domanda interna. Il rallentamento dell'attività è stato alquanto diffuso; a fine 1990 la produzione industriale era scesa del 5% al disotto della punta di agosto e anche altri settori hanno mostrato un indebolimento nella seconda metà dell'anno. Dopo un calo nei primi mesi del 1990, la disoccupazione si è stabilizzata al 9% nella restante parte dell'anno, e ha

Crescita più lenta in Francia...

cominciato a salire agli inizi del 1991. L'incremento su base annua dei prezzi al consumo è rimasto sostanzialmente stabile al 3^{1/2}‰.

... e in Italia

Lo scorso anno la crescita del PIL reale è decelerata in *Italia*, scendendo a circa il 2‰ rispetto al 3‰ del 1989, per effetto di un diffuso indebolimento della domanda interna. Segni di rallentamento si erano già manifestati nella prima metà del 1990, accompagnati da un calo della produzione industriale, del grado di utilizzo della capacità e dei nuovi ordinativi, cui faceva seguito nel secondo semestre una contrazione nel settore delle costruzioni e negli investimenti in impianti e macchinari. Il decumulo delle scorte nel corso dell'anno ha parimenti contribuito a rallentare la crescita della domanda interna. L'ulteriore espansione dei consumi privati, ad un tasso del 2^{3/4}‰ per l'intero anno, ha evitato all'economia una decelerazione ancor più marcata. A determinare il rallentamento economico hanno concorso anche gli alti tassi d'interesse reali. Rispetto al 1988 il differenziale inflazionistico nei confronti degli altri paesi aderenti agli AEC non si è ridotto significativamente. Ciò è dovuto in misura rilevante alla rapida crescita delle retribuzioni nominali, ma vi hanno parimenti contribuito gli effetti di prezzo degli aumenti dell'imposizione indiretta e il temporaneo rincaro del petrolio. L'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche è rimasto per lo più invariato lo scorso anno, in quanto si è rivelato difficile compiere progressi nel risanamento del bilancio, dati i crescenti oneri per interessi sul già elevato livello del debito in essere e le perduranti difficoltà nel controllare le altre categorie di spesa.

Le economie industriali minori

Anche nei paesi industriali minori l'attività è generalmente rallentata lo scorso anno, come si può osservare dalla tabella di pagina 26, benché vi siano differenziazioni tra i singoli andamenti macroeconomici. La crescita media del PIL reale, del 2^{1/2}‰, è stata inferiore di circa 1 punto percentuale a quella del 1989, principalmente a seguito di una marcata decelerazione della spesa in investimenti fissi a solo l'1^{1/2}‰ (dopo aver segnato una crescita media annua di oltre il 7^{1/2}‰ nel 1988-89). Anche sul fronte dell'inflazione si sono registrati risultati contrastanti lo scorso anno, con un numero all'incirca uguale di paesi che hanno registrato rispettivamente un'accelerazione o un rallentamento della dinamica dei prezzi. Molti paesi hanno adottato un indirizzo monetario restrittivo o, in taluni casi, lo hanno inasprito ulteriormente.

Evoluzione favorevole in diversi paesi europei

La dinamica del prodotto e dell'inflazione ha continuato a essere favorevole in diversi paesi europei, e in modo particolare nei Paesi Bassi, in Belgio e in Austria i quali hanno tratto vantaggio dai legami valutari e commerciali con la vigorosa economia tedesca. In Danimarca, anche se gli stretti rapporti commerciali con la Germania si sono tradotti nel 1990 in un'eccedenza di parte corrente, la prima da oltre venticinque anni, la crescita del PIL reale, pari all'1^{1/2}‰, è stata rallentata da una caduta degli investimenti fissi lordi. Il ciclo economico della Danimarca si presenta sfasato rispetto a quello della maggior parte dei paesi europei; sulla scia di una serie di riforme strutturali sta prendendo ora avvio una fase di ripresa in un contesto di bassa inflazione. In netto contrasto con gran parte degli anni ottanta, in Irlanda la crescita reale degli investimenti fissi ha superato l'8‰ nel 1990, il prodotto si è sviluppato a un tasso del 5^{1/4}‰

Lenta ripresa in Danimarca

Variazioni del PIL e degli investimenti fissi in termini reali negli altri paesi industriali									
Paesi	PIL del 1988 in miliardi di dollari USA	PIL reale ¹				Investimenti fissi lordi reali			
		1980-87	1988	1989	1990 ²	1980-87	1988	1989	1990 ²
		variazioni percentuali							
Australia	247	3,3	3,5	4,6	1,5	2,4	8,2	10,0	- 6,4
Austria	127	1,4	3,9	4,0	4,6	0,4	6,0	5,5	6,9
Belgio	151	1,1	4,6	4,0	3,7	-1,6	13,4	13,5	7,0
Danimarca	108	2,4	0,5	1,2	1,6	2,8	-6,6	0,2	- 1,0
Finlandia	106	2,9	5,4	5,2	0,0	2,4	10,5	13,1	- 1,8
Grecia	53	1,1	4,0	2,9	1,0	-3,8	8,8	8,6	4,0
Irlanda	33	2,3	3,9	5,9	5,3	-2,7	4,6	11,3	8,3
Israele	42	3,5	2,1	1,6	5,1	1,8	-0,5	-5,5	4,4
Norvegia	89	3,3	-0,5	0,4	1,8	3,7	1,6	-4,8	-28,5
Nuova Zelanda	42	2,3	1,7	0,8	1,2	5,4	0,5	7,2	4,9
Paesi Bassi	227	1,1	2,9	4,1	3,5	1,0	9,2	3,9	3,1
Portogallo	42	1,9	4,0	5,4	3,9	0,3	15,0	7,5	9,0
Spagna	344	2,2	5,2	4,8	3,6	2,3	14,2	13,2	7,9
Sudafrica	89	1,1	4,1	2,1	-0,9	-4,2	8,9	5,4	- 1,4
Svezia	182	2,0	2,3	2,1	0,3	2,4	6,0	10,9	- 1,8
Svizzera	183	1,7	2,9	3,5	2,6	4,1	6,9	6,0	2,6
Turchia	71	5,5	3,6	1,7	10,2	6,0	-1,4	-0,7	8,7
Media ³	-	2,2	3,4	3,5	2,6	1,7	7,8	7,6	1,5

¹ Per la Turchia, PNL reale. ² Dati provvisori. ³ Ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1988.
 Fonti: OCSE e statistiche nazionali.

e l'inflazione misurata sui prezzi al consumo è scesa al 2³/₄%. Lo scorso anno la dinamica degli investimenti fissi ha influito favorevolmente sulla crescita del prodotto anche in Austria e Belgio, sebbene in quest'ultimo paese gli indicatori più recenti segnalino un possibile indebolimento dell'attività economica. La Spagna ha registrato un rallentamento della crescita al 3¹/₂% nel 1990, in parte a causa di una minore, ma pur sempre robusta, spesa in investimenti; l'inflazione è leggermente calata per effetto della stretta monetaria di metà 1989, ma il suo livello, pari al 6¹/₂% nel 1990, era ancora decisamente più alto di quello di molti altri paesi aderenti agli AEC.

In un certo numero di paesi, dopo diversi anni di crescita vigorosa si è determinata una situazione di eccesso di domanda che ha condotto a forti e crescenti spinte inflazionistiche, a un inasprimento della politica monetaria e, più di recente, a un regresso dell'attività economica. Svezia, Australia e Finlandia, ad esempio, hanno subito lo scorso anno una contrazione della crescita associata a un inasprimento delle condizioni monetarie. In Australia gli elevati livelli dei tassi d'interesse reali hanno concorso ad una flessione di oltre il 6% degli investimenti fissi lordi. La vigorosa espansione in Svizzera a partire dal 1985 aveva creato condizioni molto tese sui mercati dei beni e del lavoro, contribuendo a far salire l'inflazione al 5% nel 1989-90. Al progressivo inasprimento della politica monetaria è seguito lo scorso anno un rallentamento dell'attività economica.

Contrazione della crescita in Svezia, Australia e Finlandia

Inflazione in Svizzera

Riforma fiscale
in Svezia

Malgrado le condizioni recessive, la Svezia ha accusato una ripresa dell'inflazione, portatasi a circa l'11% nel 1990, sebbene ciò vada in parte collegato ad una vasta riforma fiscale, e in particolare all'ampliamento della base imponibile dell'IVA. Il rallentamento dell'economia svedese è anche imputabile al deterioramento cumulativo della sua competitività internazionale.

Deregolamentazione in Nuova Zelanda

Altri fattori specifici hanno influito sugli andamenti di diversi paesi industriali minori. Così in Finlandia, in aggiunta ai fattori congiunturali, ha contribuito alla minore crescita nel 1990 e alla prevista contrazione del prodotto quest'anno – la prima del dopoguerra – anche la riduzione degli scambi con l'Unione Sovietica, di riflesso alla crisi economica di questo paese e al passaggio da una compensazione di tipo merceologico-quantitativo all'interscambio regolato in valuta forte. L'economia della Nuova Zelanda è ancora alle prese con le riforme strutturali di vasta portata attuate a partire dalla metà degli anni ottanta, che comprendono la deregolamentazione di salari, prezzi, tassi d'interesse e tasso di cambio, nonché riduzioni delle aliquote fiscali, eliminazione dei sussidi, privatizzazioni e, lo scorso anno, il riconoscimento di una maggiore autonomia della banca centrale. Sebbene l'inflazione sia stata ridotta a meno del 5% nel 1990, la crescita del prodotto ristagna praticamente dal 1985, e il tasso di disoccupazione si è più che raddoppiato. Nell'intento di espandere il potenziale di crescita a medio termine dell'economia, nel dicembre scorso il governo ha annunciato nuove riforme del mercato del lavoro e del sistema previdenziale, nonché misure per ridurre il disavanzo di bilancio. In Portogallo i massicci investimenti fissi reali, compreso un incremento del 45% degli investimenti diretti esteri nel 1990, hanno sorretto la rapida espansione dell'economia dopo l'ingresso del paese nella Comunità europea nel 1986. Tuttavia, l'inflazione è salita a quasi il 14% lo scorso anno e il deficit di bilancio, pari al 7^{1/2}% del PIL nel 1990, continua a rappresentare un problema serio. Gli ampi squilibri nell'economia della Grecia si sono accentuati lo scorso anno. L'inflazione è salita a oltre il 20%, il disavanzo delle partite correnti si è ampliato notevolmente, superando il 5% del PIL, e la crescita del prodotto è rallentata. Inoltre, il disavanzo finanziario delle amministrazioni pubbliche ha superato il 19% del PIL nel 1990, fornendo lo stimolo per l'adozione di un pacchetto di provvedimenti di austerità fiscale, approvato dal parlamento greco nel dicembre scorso.

Squilibri in Grecia

Deterioramento
della finanza
pubblica nel 1990

Debito, disavanzi di bilancio e investimenti del settore pubblico

Nei paesi industriali la situazione dei conti pubblici si è generalmente deteriorata lo scorso anno, facendo salire la media dell'indebitamento netto dall'1 all'1^{1/2}% del PIL. La componente ciclica ha contribuito in misura determinante al peggioramento dei saldi finanziari di Stati Uniti, Regno Unito, Svezia, Finlandia e di altri paesi, dato che la debole dinamica macroeconomica ha comportato minori entrate e maggiori esborsi. Per contro, il sostanziale deterioramento del saldo finanziario della Germania è integralmente da ascrivere a fattori "strutturali", i quali hanno altresì contribuito al declino della posizione di bilancio degli Stati Uniti. In Germania il saldo finanziario delle amministrazioni pubbliche è passato da una leggera eccedenza nel 1989 a un disavanzo pari a oltre il 3% del PIL lo scorso anno, soprattutto a causa dei costi connessi all'unificazione, ma in parte

anche per effetto dell'entrata in vigore dell'ultimo stadio del programma di riforma tributaria. Negli Stati Uniti si stima che, relativamente all'esercizio 1990, la spesa per coprire i costi dell'assicurazione dei depositi, compresi gli esborsi connessi alle istituzioni finanziarie dissestate e alla dotazione di capitale d'esercizio della "Resolution Trust Corporation", abbia superato \$ 55 miliardi, contribuendo in misura significativa al disavanzo di bilancio consolidato. In Canada l'imprevisto aumento delle entrate derivante dall'ampio programma di riforma fiscale, iniziato nel 1988 con la riduzione delle aliquote d'imposta e l'ampliamento della base imponibile delle imposte sulle persone fisiche e giuridiche, ha fornito un sostegno al saldo finanziario delle amministrazioni pubbliche in una fase di rallentamento dell'economia.

Risanamento dei bilanci pubblici e debito pubblico

Il deterioramento intervenuto lo scorso anno nelle finanze pubbliche dei paesi industriali in quanto gruppo ha segnato la prima battuta d'arresto nel processo di risanamento dei bilanci pubblici in corso dalla metà degli anni ottanta. Grazie al vigore e alla durata dell'espansione economica, nel 1989 il disavanzo finanziario nei paesi industriali era stato ridotto in media a circa l'1% del PIL, il livello più basso dagli inizi degli anni settanta. Otto paesi (Australia, Finlandia, Germania, Giappone, Norvegia, Svezia, Svizzera e Regno Unito) avevano portato i bilanci in pareggio o in attivo. Particolarmente spettacolare è stato il capovolgimento delle posizioni di bilancio registrato dagli inizi degli anni ottanta in Svezia, Irlanda e Danimarca, come si può osservare nel grafico seguente. Benché più modesta in termini relativi, la riduzione del fabbisogno federale negli Stati Uniti – da circa il 3½% del PNL nel 1986 all'1¾% nel 1989 – è stata rilevante in cifre assolute. Nei Paesi Bassi e in Italia sono stati invece conseguiti scarsi progressi nel ridurre l'ingente disavanzo di bilancio, mentre la Grecia nel 1989–90 ha stabilito un nuovo record per il fabbisogno finanziario della pubblica amministrazione.

Nella maggior parte dei paesi industriali l'azione di risanamento della finanza pubblica ha consentito di stabilizzare o di ridurre il debito pubblico in rapporto al PNL. Dalla metà degli anni settanta la consistenza media del debito pubblico lordo dei paesi industriali era andata aumentando rapidamente, fino a raggiungere un massimo di circa il 60% del PIL nel 1987, per poi diminuire di circa 2 punti nel periodo fino al 1990. Entro il 1989 la maggior parte dei paesi industriali aveva stabilizzato o ridotto gli indici di indebitamento del settore pubblico. In Belgio e Irlanda tali indici erano arrivati a circa il 135%, prima di calare negli anni più recenti. Riduzioni particolarmente consistenti sono state ottenute da Regno Unito, Svezia, Danimarca, Irlanda e, in minor misura, Giappone.

Il precedente aumento dell'incidenza del debito pubblico aveva provocato una crescita cumulativa degli esborsi per interessi, alimentando un circolo vizioso fatto di nuove emissioni per finanziare il pagamento degli interessi sul debito in essere e di ulteriore aggravio dell'onere debitorio. I maggiori esborsi per interessi avevano contribuito a loro volta ad accrescere la spesa pubblica complessiva, "spiazzando" di fatto alcune spese discrezionali nella misura in cui le autorità cercavano di limitare gli inasprimenti tributari per ragioni di efficienza e di competitività. Inoltre nel contesto di bassa inflazione prevalso negli anni

Azione di riequilibrio a più lungo termine dei bilanci pubblici

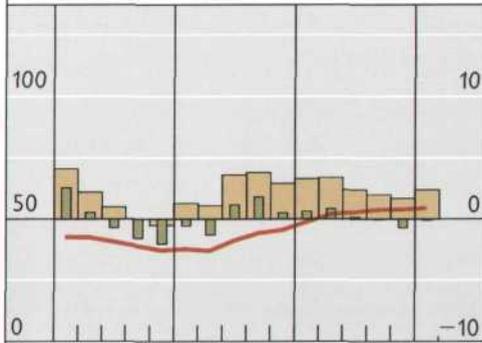
Crescenti oneri da interessi

Debito lordo e disavanzo delle amministrazioni pubbliche

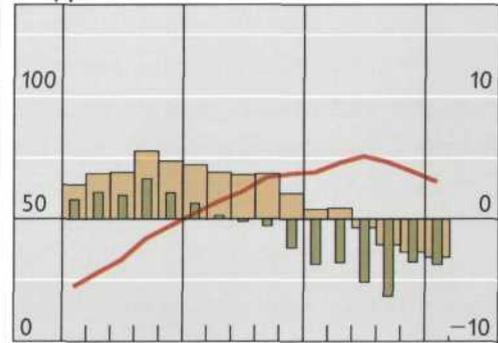
in percentuale del PNL/PIL

- debito pubblico lordo (ordinata sinistra)
- disavanzo amministrazioni pubbliche (ordinata destra, - = eccedenza)
- disavanzo primario (ordinata destra, - = eccedenza)

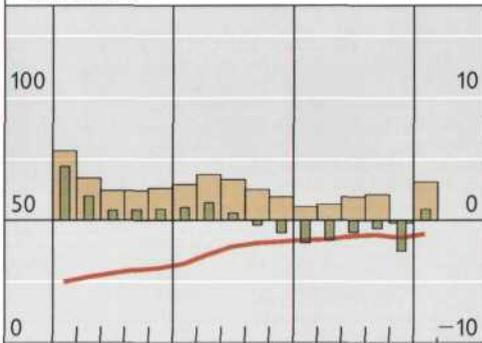
Stati Uniti



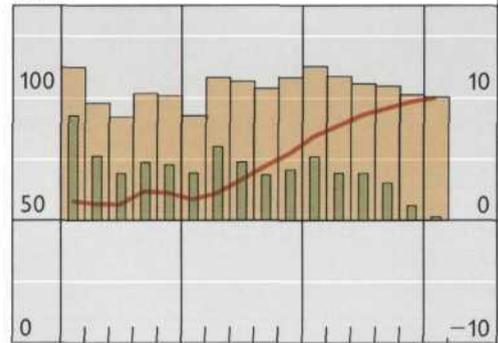
Giappone



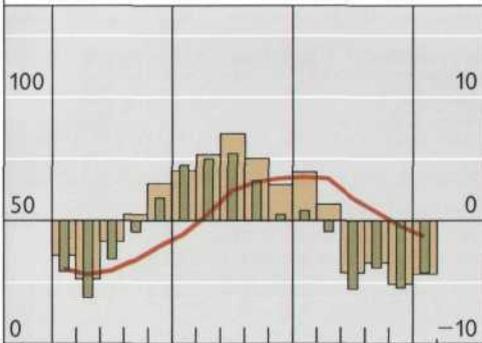
Germania



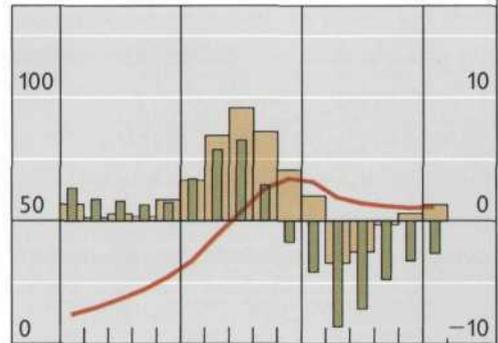
Italia



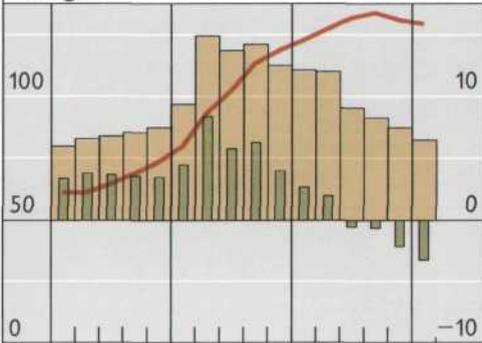
Svezia



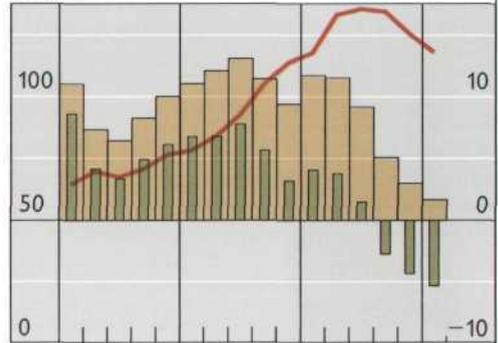
Danimarca



Belgio



Irlanda



Fonti: OCSE e statistiche nazionali.

ottanta, si era notevolmente ridotto il prelievo fiscale dovuto alla "tassa da inflazione". Infine, l'elevato livello dei tassi d'interesse reali nel corso di quel decennio aveva reso piú oneroso il servizio del debito.

Queste tendenze si sono tradotte in un restringimento dei margini di flessibilità nella struttura, composizione e distribuzione temporale della spesa pubblica. Lo scorso anno, nei paesi industriali la quota dei pagamenti per interessi sul debito pubblico netto, in percentuale della spesa totale, è ammontata al 6¹/₂%, valore solo di poco inferiore alla punta del 1985–86. In Italia, Belgio e Grecia tale quota si aggirava intorno al 18–21%. Negli Stati Uniti gli esborsi netti per interessi raggiungevano circa il 7% della spesa della pubblica amministrazione, ma quasi il 15% di quella federale.

Pressioni sulla
spesa pubblica

Nella maggior parte dei paesi industriali il processo di risanamento dei bilanci pubblici ha infine arrestato la rapida crescita degli oneri per interessi. Tale processo è stato tuttavia reso molto piú difficile dalla precedente accumulazione di debito. La diminuzione del disavanzo al netto degli interessi (bilancio primario) è stata molto ampia in gran parte dei paesi industriali, come si può rilevare nel grafico di pagina 29, data l'esigenza di operare drastici tagli per ottenere riduzioni anche modeste dell'indebitamento totale dell'amministrazione pubblica. Nel 1990 la maggior parte dei paesi industriali presentava un saldo attivo del bilancio primario: il Giappone nella misura di oltre il 3% del PIL, l'Australia, il Belgio e la Svezia del 4% e piú e l'Irlanda di oltre il 5%.

Accumulazione
di debito
pubblico

Vincoli di politica fiscale

L'auspicabilità di un consolidamento a medio termine della finanza pubblica e di una riduzione del debito pubblico trova chiara conferma negli sviluppi piú recenti. Grazie al processo di risanamento del bilancio pubblico portato avanti negli anni ottanta, lo scorso anno la Repubblica federale di Germania si è trovata in buona posizione, dal punto di vista della finanza pubblica, per assorbire gli enormi costi connessi all'unificazione. Con un saldo di bilancio pressoché in pareggio agli inizi del 1990, l'ingente aumento della spesa non ha creato grosse difficoltà di finanziamento, e i tassi d'interesse a piú lungo termine sono rimasti sostanzialmente stabili dopo l'iniziale impennata nel febbraio di quell'anno. Un fabbisogno di finanziamento atteso nell'ordine del 3–4% del PIL non si discosta molto dai valori segnati agli inizi degli anni ottanta, ed è inferiore al disavanzo, equivalente al 5¹/₂%, registrato nel 1975. Pure nel Regno Unito la politica di riequilibrio del bilancio nell'ultimo decennio ha consentito di portare in attivo il saldo finanziario delle amministrazioni pubbliche nel 1988–1990. Questa favorevole posizione di partenza ha permesso al governo britannico, nel marzo 1991, di presentare un bilancio che prevede cospicui aumenti del fabbisogno del settore pubblico, nella misura dell'1% del PIL per l'esercizio 1991–92 e del 2% per il 1992–93, al fine di fornire un sostegno alla domanda interna durante la fase recessiva.

L'impiego discrezionale della politica di bilancio in funzione anticiclica, ossia le variazioni esplicite del prelievo fiscale e della spesa al fine di attenuare le oscillazioni del ciclo congiunturale, era caduto in discredito negli anni ottanta. Ciò si spiega in parte con i crescenti dubbi circa la capacità dei governi di influenzare la domanda globale con la tempestività e la precisione necessarie per contrastare le

Vincoli
alla manovra
di bilancio
anticiclica

oscillazioni cicliche dell'economia. Un'altra ragione va tuttavia ricercata nei vincoli posti dal debito accumulato e dagli ampi disavanzi strutturali di bilancio. Ad esempio, gli stabilizzatori automatici dovrebbero contribuire ad attenuare in certa misura la decelerazione ciclica negli Stati Uniti e in Canada, ma di fatto è probabile che essi siano parzialmente controbilanciati dalla componente discrezionale della politica fiscale. In altri termini, le recenti misure che aumentano le tariffe e le imposte e che frenano la crescita della spesa avrebbero un impatto restrittivo sull'attività economica quest'anno, se non fosse per gli stabilizzatori automatici.

Onere gravante
sulla politica
monetaria

Piú in generale, in molti paesi il debito accumulato in oltre un decennio ha ridotto i margini disponibili per una manovra di politica fiscale anticiclica, facendo gravare sulle autorità monetarie l'onere delle misure discrezionali. Questo problema è accentuato in molti paesi, tra cui Belgio, Italia e Paesi Bassi, dal fatto che i progressi finora conseguiti nel risanamento del bilancio sono stati principalmente ottenuti grazie alla favorevole congiuntura ("il dividendo della crescita") e potrebbero essere rapidamente annullati da un'inversione del ciclo. Inoltre, i paesi con elevati livelli di debito sono particolarmente vulnerabili di fronte ad un rialzo dei tassi d'interesse, giacché questo si ripercuoterebbe sul costo del servizio del debito aggravando la posizione finanziaria delle amministrazioni pubbliche.

Composizione della spesa e investimenti pubblici

Forte crescita
dei trasferimenti
e degli esborsi
per interessi

Nei maggiori paesi industriali la composizione della spesa pubblica è stata principalmente influenzata dalla crescita dei trasferimenti (esclusi interessi), come si può osservare dalla tabella seguente. In questi paesi le erogazioni totali delle amministrazioni pubbliche (in percentuale del PIL) hanno segnato in media un aumento di oltre 9 punti percentuali tra gli anni sessanta e ottanta, di cui 6 punti imputabili ai trasferimenti (esclusi interessi), $2\frac{1}{2}$ agli esborsi lordi per interessi e $\frac{1}{2}$ punto ai consumi. La spesa in investimenti è invece diminuita. La crescita media dei consumi collettivi è stata modesta, in parte per il maggior peso assunto nell'ultimo periodo dal PIL del Giappone – che presenta la piú bassa quota di consumi pubblici sul PIL tra i maggiori paesi industriali – e in parte per effetto dell'esiguo aumento, solo $\frac{1}{4}$ di punto percentuale, registrato negli Stati Uniti tra i due periodi.

Calo degli investi-
menti pubblici

Gli investimenti netti delle amministrazioni pubbliche (in strade, ponti, aeroporti, ecc.) sono scesi a solo il $2\frac{1}{2}\%$ del PIL negli anni ottanta; Stati Uniti e Giappone hanno registrato rispettivamente la quota piú bassa ($\frac{1}{4}\%$) e quella piú alta ($5\frac{3}{4}\%$) tra i maggiori paesi industriali. La contrazione degli investimenti netti negli Stati Uniti, in Germania, Francia, Regno Unito e Canada è ammontata a oltre l'1% del PIL tra gli anni sessanta e ottanta. Il peso molto maggiore del PIL del Giappone nell'ultimo periodo e l'aumento degli investimenti pubblici in questo paese hanno parzialmente controbilanciato, in termini di media, gli effetti del calo degli investimenti negli altri paesi industriali.

Nel quadro dell'azione di riequilibrio della finanza pubblica si è dimostrato piú facile ridurre i programmi discrezionali di investimenti pubblici piuttosto che i trasferimenti e, in misura minore, i consumi collettivi (rappresentati in gran parte dalle retribuzioni dei dipendenti pubblici). La contrazione degli

Struttura della spesa delle amministrazioni pubbliche nei maggiori paesi industriali

Paesi e periodi	Totale	di cui:						Per memoria:	
		con- sumi	investimenti		tra- sferi- menti	interessi ¹		accredi- tamento netto	rispar- mio netto ²
			lordi	netti		lordi	netti		
in percentuale del PNL									
Stati Uniti									
1960-69	29,0	17,6	2,9	1,6	6,6	1,9	1,5	- 0,4	0,7
1970-79	32,2	17,7	2,0	0,6	10,1	2,4	1,7	- 1,2	- 1,0
1980-89	35,8	17,9	1,6	0,3	11,8	4,5	3,1	- 3,4	- 3,3
Variazione ³	6,8	0,3	- 1,3	- 1,3	5,2	2,6	1,6	- 3,0	- 4,0
Giappone									
1960-69	18,4	7,9	4,8	4,3	5,3	0,5	- 0,2	1,0	5,8
1970-79	25,2	9,0	6,2	5,7	8,7	1,3	0,1	- 1,7	4,4
1980-89	33,0	9,7	6,3	5,7	12,9	4,1	1,4	- 1,4	4,4
Variazione ³	14,6	1,8	1,5	1,4	7,6	3,6	1,6	- 2,4	- 1,4
Germania									
1960-69	36,7	15,0	5,8	5,4	15,2	0,7	- 0,6	0,7	5,8
1970-79	45,0	18,6	6,0	5,5	19,1	1,2	0,3	- 1,7	3,3
1980-89	47,7	19,8	4,4	3,7	20,8	2,7	1,2	- 2,0	1,3
Variazione ³	11,0	4,8	- 1,4	- 1,7	5,6	2,0	1,8	- 2,7	- 4,5
Francia									
1960-69 ⁴	38,0	13,1	4,8	4,1	18,9	1,2	0,4	0,4	4,1
1970-79	42,1	16,0	4,9	3,7	20,1	1,1	0,0	- 0,4	2,4
1980-89	51,4	19,0	4,5	2,7	25,5	2,5	1,3	- 2,1	- 0,4
Variazione ³	13,4	5,9	- 0,3	- 1,4	6,6	1,3	0,9	- 2,5	- 4,5
Regno Unito									
1960-69	35,4	16,8	4,5	3,5	10,1	3,9	2,5	- 1,0	2,5
1970-79	42,5	19,4	5,6	4,4	13,5	4,0	2,1	- 2,6	1,3
1980-89	45,1	20,9	3,2	2,0	16,5	4,5	2,5	- 2,4	- 0,7
Variazione ³	9,7	4,1	- 1,3	- 1,5	6,4	0,6	0,0	- 1,4	- 3,2
Italia									
1960-69 ⁴	32,5	13,9	3,9	3,6	13,2	1,4	0,9	- 2,0	1,3
1970-79 ⁴	40,8	15,3	4,3	4,0	17,4	3,7	2,8	- 7,8	- 4,1
1980-89	49,5	16,4	5,1	4,8	20,4	7,6	6,9	- 11,1	- 6,7
Variazione ³	17,0	2,5	1,2	1,2	7,2	6,2	6,0	- 9,1	- 8,0
Canada									
1960-69	30,8	15,5	4,3	3,0	8,0	3,1	1,1	- 0,4	2,3
1970-79	38,6	19,3	3,7	2,3	11,4	4,2	0,0	- 0,9	1,3
1980-89	46,5	20,4	3,3	1,8	14,8	8,0	1,9	- 4,8	- 3,0
Variazione ³	15,7	4,9	- 1,0	- 1,2	6,8	4,9	0,8	- 4,4	- 5,3
Media⁵									
1960-69	30,5	16,0	3,7	2,7	9,0	1,8	1,2	- 0,3	2,0
1970-79	35,2	16,4	3,9	2,8	12,7	2,2	1,1	- 1,7	0,7
1980-89	39,6	16,4	3,6	2,6	15,1	4,4	2,5	- 3,2	- 0,8
Variazione ³	9,1	0,4	- 0,1	- 0,1	6,1	2,6	1,3	- 2,9	- 2,8

Nota: i dati per il 1989 sono in parte stimati.

¹ Redditi da capitale e impresa. ² Esclusi i trasferimenti netti in conto capitale. ³ Variazione tra gli anni sessanta e ottanta. ⁴ Basato sul vecchio sistema di contabilità nazionale. ⁵ Media ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1963 per il periodo 1960-69, del 1975 per il periodo 1970-79 e del 1988 per il periodo 1980-89.

Fonte: OCSE.

Deterioramento
delle infrastrut-
ture pubbliche

investimenti pubblici riflette anche il completamento di importanti sistemi di infrastrutture in molti paesi industriali – e in alcuni casi la fine della ricostruzione post-bellica – e una valutazione piú critica dei saggi di rendimento degli investimenti pubblici. Il Giappone, per contro, continua a investire a ritmo intenso in infrastrutture pubbliche, in parte a causa della loro relativa arretratezza, in alcune aree, rispetto alla maggioranza degli altri paesi industriali, e in parte per le crescenti pressioni cui sono sottoposte le risorse esistenti. D'altro canto, un deterioramento delle infrastrutture nell'ultimo decennio è chiaramente evidente negli Stati Uniti, dove il problema è concentrato nelle maggiori aree urbane ed è complicato da una sovrapposizione di responsabilità tra i differenti livelli dell'amministrazione pubblica. La bassa quota degli investimenti pubblici ha destato una certa preoccupazione anche in diversi altri paesi, tra cui Regno Unito e Belgio.

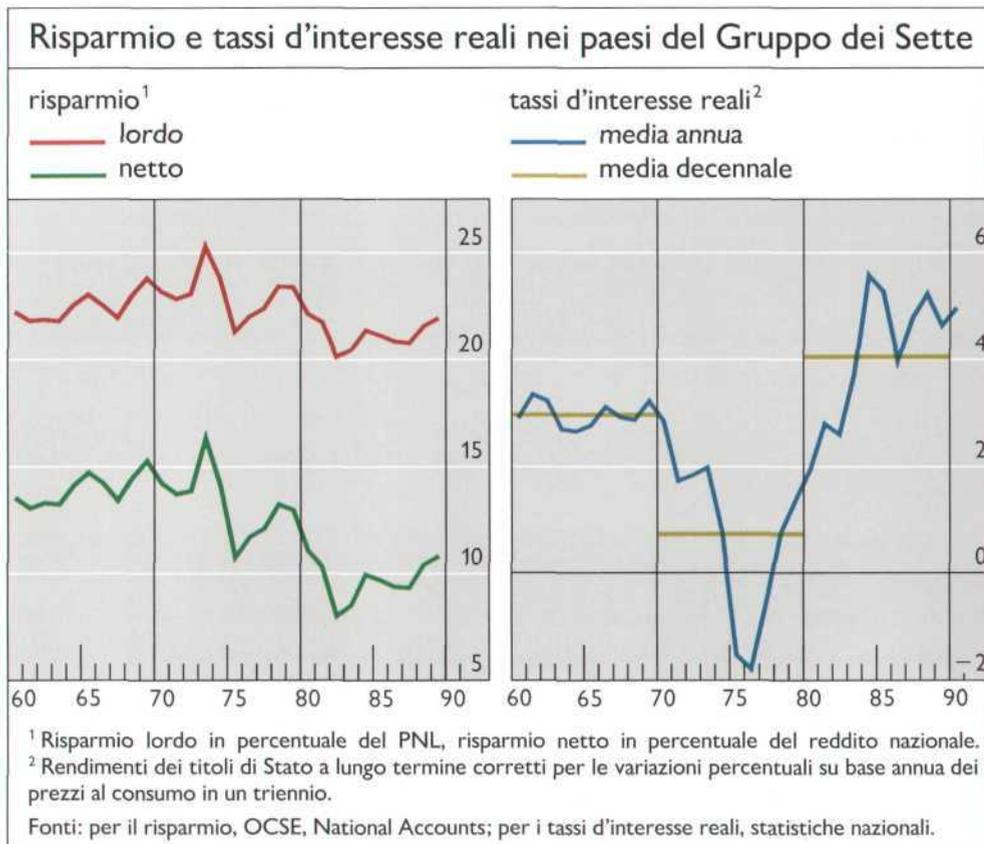
Le decisioni sulle priorità di spesa delle amministrazioni pubbliche devono tener conto degli effetti di stimolo sulla crescita derivanti da investimenti pubblici appropriati. L'evidenza empirica mostra l'esistenza di un nesso tra investimenti in infrastrutture pubbliche di base (strade, trasporti pubblici, aeroporti, sistema idrico e fognario, distribuzione di energia elettrica e di gas naturale, ecc.) e la crescita economica, a livello sia regionale che internazionale, in parte per i loro effetti sulla produttività del settore privato. La bassa crescita della produttività negli Stati Uniti è stata attribuita in misura considerevole agli scarsi investimenti pubblici. Le aree che investono maggiormente in infrastrutture tendono ad avere una maggiore crescita del prodotto, della produttività e dell'occupazione. Gli investimenti pubblici spesso stimolano la crescita economica in quanto creano la base sulla quale possono svilupparsi gli investimenti privati.

Il risparmio nei paesi industriali e la domanda mondiale di capitali

"Deficit"
di risparmio
mondiale

Nei maggiori paesi industriali la quota del risparmio netto sul reddito nazionale, come evidenziato nel grafico alla pagina seguente, ha subito una flessione di quasi 4 punti tra gli anni sessanta e gli anni ottanta. Ciò ha suscitato il timore di un possibile "deficit" di risparmio mondiale, di fronte alla domanda potenziale per nuovi investimenti in beni capitali da parte dei paesi dell'Europa orientale, per la ricostruzione delle infrastrutture danneggiate dalla guerra nel Golfo Persico e per sopperire alle perduranti necessità dei paesi in via di sviluppo. Il soddisfacimento di un fabbisogno addizionale di investimenti di questa portata richiederebbe un aumento a medio termine del risparmio mondiale e un trasferimento netto di risorse dai paesi industriali verso altre aree, invertendo l'andamento osservato nell'ultimo decennio. I deflussi netti di capitali dai principali paesi industriali (risparmio nazionale netto meno formazione netta di capitale) negli anni sessanta e settanta sono ammontati in media annua rispettivamente allo 0,6 e 0,2% del reddito nazionale e si sono poi trasformati in afflussi netti mediamente pari allo 0,3% negli anni ottanta.

Anche se il risparmio nazionale netto ha avuto una certa ripresa negli ultimi anni, il livello persistentemente elevato dei tassi d'interesse reali a lungo termine rispetto a periodi precedenti rivela il permanere di pressioni sulla domanda di



fondi investibili. Nei maggiori paesi industriali i tassi d'interesse reali, riportati nel grafico, si situavano in media al 5% lo scorso anno e a oltre il 4% negli anni ottanta. Il livello medio dei tassi reali a lungo termine è stato del 3% negli anni sessanta e inferiore all'1% negli anni settanta. E' difficile determinare con precisione l'impatto del risparmio nazionale sull'evoluzione dei tassi d'interesse reali a lungo termine, in parte perché questi ultimi sono tipicamente misurati sui mercati obbligazionari, anziché su un più ampio ventaglio di attività finanziarie e reali. Nondimeno, la persistenza di livelli dei tassi reali praticamente senza precedenti rispetto alla maggior parte dei parametri fa ritenere che vi abbiano largamente concorso fattori fondamentali di più lungo periodo, come gli squilibri tra risparmio e investimento.

A breve termine è improbabile una significativa sollecitazione del risparmio mondiale da parte dei paesi dell'Europa orientale (escluse le regioni orientali della Germania) e dei paesi in via di sviluppo. La necessaria trasformazione delle economie già a pianificazione centrale richiederà tempo; un afflusso consistente di investimenti privati esteri e un ampio accesso ai mercati dei capitali dipenderanno dall'attuazione di programmi di riforma credibili. E' parimenti improbabile nel breve periodo una ripresa su vasta scala dei flussi creditizi privati dai paesi industriali a quelli in via di sviluppo, quanto meno finché il debito accumulato continuerà a rappresentare un problema. Inoltre, le pressioni della domanda sul risparmio saranno attenuate quest'anno dal rallentamento dell'attività economica nei paesi industriali; una flessione degli investimenti e l'aumento del risparmio a fini precauzionali sono tipici in questa fase del ciclo.

A medio termine, tuttavia, è probabile che si manifesti una maggiore

Persistenza di alti tassi d'interesse reali

Domanda
di investimenti

domanda di risparmio mondiale. Le opportunità di investimento sono destinate ad aumentare rapidamente quando il processo di riforma delle ex economie pianificate avrà compiuto progressi palesi. Le prospettive di investimento potrebbero migliorare anche in numerosi paesi in via di sviluppo se essi seguiranno politiche modellate più da vicino sugli esempi di maggior successo in altri paesi. Inoltre, con la ripresa della crescita nei paesi industriali e l'aumento dei saggi di utilizzo delle risorse si intensificheranno le pressioni sui mercati del credito. In tali circostanze, sono da considerarsi auspicabili misure volte a promuovere la formazione di risparmio nel mondo industriale.

La diminuzione del risparmio pubblico

Flessione
del risparmio
nazionale

Nella tabella che segue sono riportate per i principali paesi industriali le medie su tre decenni dei saggi di risparmio nazionale, disaggregato nella componente pubblica e privata, in percentuale del reddito nazionale. Per tutti questi paesi è rilevabile una contrazione del risparmio nazionale netto tra il 1960–69 e il 1980–89, con un calo massimo per la Germania (8¹/₄ punti percentuali) e minimo per il Canada (1¹/₂ punti percentuali). La flessione media per l'intero gruppo è di 3¹/₂ punti e sarebbe stata molto più marcata se non fosse aumentato il peso del PIL del Giappone nell'ultimo periodo. Negli anni ottanta il Giappone ha fatto segnare il saggio di risparmio di gran lunga più alto, equivalente al 21% del reddito nazionale, mentre gli Stati Uniti hanno registrato il saggio più basso, pari al 4%.

Risparmio
pubblico negativo

La contrazione del risparmio netto delle amministrazioni pubbliche, pari a 3¹/₄ punti percentuali, spiega gran parte del calo intervenuto nel risparmio nazionale, mentre la diminuzione del risparmio privato vi ha concorso per circa ¹/₄ di punto. Il declino del risparmio del settore pubblico (differenza fra le entrate e le uscite correnti) è dovuto in parte al deterioramento dei saldi finanziari complessivi (differenza fra le entrate e le uscite totali) e in parte a una minore quota della spesa totale destinata agli investimenti, ossia ad uno spostamento della spesa dal conto capitale alla parte corrente. Nell'ultimo decennio il risparmio del settore pubblico è stato negativo negli Stati Uniti, in Francia, Regno Unito, Italia e Canada. Negli anni sessanta, per contro, la maggior parte dei paesi industriali ha registrato un ampio risparmio pubblico netto, ha impiegato i fondi per finanziare investimenti pubblici e presentava ancora un fabbisogno di finanziamento delle amministrazioni pubbliche di entità trascurabile.

In linea di principio, una diminuzione del risparmio pubblico non comporta necessariamente un minore risparmio nazionale, se il settore privato reagisce con un aumento del proprio risparmio. In effetti, negli anni settanta un forte incremento del risparmio delle famiglie nei maggiori paesi industriali ha più che compensato il calo del risparmio pubblico. Negli anni ottanta, viceversa, il saggio medio di risparmio del settore privato è sceso all'11% del reddito nazionale e tale flessione, sommandosi a quella del risparmio pubblico, ha dato luogo a una forte contrazione del risparmio nazionale.

La diminuzione del risparmio privato

I saggi medi di risparmio netto del settore privato durante lo scorso decennio sono stati leggermente inferiori a quelli degli anni sessanta e decisamente

Risparmio nazionale nei maggiori paesi industriali							
Paesi e periodi	Risparmio nazionale lordo ¹	Risparmio nazionale netto	di cui:				Per memoria: accreditamento netto delle amministrazioni pubbliche ¹
			pubblico ²	privato			
				totale	famiglie	imprese ³	
in percentuale del reddito nazionale							
Stati Uniti							
1960-69	19,7	10,8	0,8	10,0	6,2	3,8	- 0,4
1970-79	19,4	9,1	-1,2	10,3	7,6	2,6	- 1,2
1980-89	16,3	4,0	-3,8	7,8	6,0	1,9	- 3,4
Giappone							
1960-69	34,5	25,2	6,6	18,6	11,9	6,6	1,0
1970-79	35,3	25,6	5,0	20,6	16,5	4,1	- 1,7
1980-89	31,6	20,9	5,1	15,7	13,1	2,6	- 1,4
Germania							
1960-69	27,3	19,9	6,3	13,5	7,6	6,0	0,7
1970-79	24,3	15,2	3,7	11,5	9,7	1,7	- 1,7
1980-89	22,5	11,6	1,5	10,1	8,9	1,2	- 2,0
Francia							
1960-69 ⁴	24,7	16,6	4,6	12,1	9,4	2,7	0,4
1970-79	25,8	17,0	2,7	14,4	11,9	2,5	- 0,4
1980-89	20,4	8,9	-0,4	9,3	7,9	1,4	- 2,1
Regno Unito							
1960-69	18,4	10,9	2,7	8,2	4,3	3,9	- 1,0
1970-79	17,9	8,3	1,4	6,8	4,3	2,5	- 2,6
1980-89	16,6	5,5	-0,8	6,3	3,7	2,6	- 2,4
Italia							
1960-69 ⁴	24,2	17,6	1,4	16,2	14,1	2,0	- 2,0
1970-79 ⁴	22,3	14,4	-4,6	19,0	18,9	0,1	- 7,8
1980-89	21,9	11,0	-7,7	18,7	15,9	2,8	-11,1
Canada							
1960-69	21,9	11,3	2,6	8,7	4,0	4,8	- 0,4
1970-79	22,9	13,1	1,4	11,7	6,0	5,6	- 0,9
1980-89	20,7	9,9	-3,4	13,3	9,2	4,2	- 4,8
Media⁵							
1960-69	22,0	13,5	2,3	11,2	7,2	4,0	- 0,3
1970-79	23,2	13,5	0,8	12,7	10,0	2,7	- 1,7
1980-89	21,5	10,0	-0,9	10,9	8,8	2,1	- 3,2

¹ In percentuale del PNL. ² Amministrazioni pubbliche. ³ Comprende le imprese pubbliche.
⁴ Basato sul vecchio sistema di contabilità nazionale. ⁵ Ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1963 per il periodo 1960-69, del 1975 per il periodo 1970-79 e del 1988 per il periodo 1980-89.
Fonte: OCSE.

più bassi rispetto ai valori degli anni settanta. Alla caduta del risparmio privato fra gli anni settanta e ottanta hanno probabilmente contribuito fattori demografici e variazioni nella distribuzione del reddito. In particolare, la crescente quota delle persone in età avanzata sulla popolazione totale, unita a

Caduta del risparmio privato

un miglioramento della loro situazione economica, ha compreso il risparmio aggregato. Da un lato, le persone anziane tendono a risparmiare relativamente poco, attingendo tipicamente alla ricchezza esistente dopo la cessazione dell'attività lavorativa. L'aumento dell'incidenza relativa delle persone in età avanzata avutosi fra gli anni settanta e ottanta in molti paesi industriali, come ad esempio Stati Uniti, Giappone, Regno Unito, Canada, Australia, Finlandia, Paesi Bassi, Norvegia e Svezia, ha verosimilmente abbassato la propensione media al risparmio.

Fattori
demografici

A ciò si aggiunga che le persone anziane hanno potuto migliorare la loro posizione reddituale, soprattutto in virtù di sistemi di previdenza sociale più estensivi e generosi. Negli anni ottanta le erogazioni pensionistiche pubbliche sono fortemente aumentate nella maggioranza dei paesi industriali, ammontando in media al 9% del PIL nelle economie maggiori, rispetto al 7% nel decennio precedente. In Svezia l'incidenza di tale categoria di spesa è salita dal 5% circa del PIL agli inizi degli anni settanta a quasi l'11% nel 1985. Negli Stati Uniti le prestazioni previdenziali percepite dalle persone anziane rappresentavano in media nel 1985 il 40% del loro reddito pro capite disponibile (a fronte del 2% soltanto nel 1950). Non stupisce quindi che negli Stati Uniti anche i redditi reali medi dei nuclei familiari con a capo persone anziane siano cresciuti assai più rapidamente di quelli per la totalità delle famiglie.

Plusvalenze
su titoli
azionari
e proprietà
immobiliari

Un'altra causa del calo del risparmio privato negli anni ottanta, specie nel Regno Unito, in Giappone e negli Stati Uniti, potrebbe essere stata la lievitazione dei prezzi delle attività reali. Inattesi guadagni di capitale su titoli azionari, proprietà immobiliari, ecc. possono aver indotto le famiglie ad accrescere i consumi comprimendo il risparmio sul reddito corrente. Il *boom* dei mercati azionari in tutti i maggiori paesi industriali durante gli anni ottanta, malgrado le crisi dell'ottobre 1987 e dell'ottobre 1989, ha generato ampie plusvalenze. Gli indici dei corsi azionari reali si sono più che triplicati in Giappone (con un aumento del 370%), più che raddoppiati in Italia, nel Regno Unito e in Francia, e hanno anche realizzato consistenti rialzi negli Stati Uniti (80%). Per contro, negli anni settanta i prezzi delle azioni in termini reali erano diminuiti di circa il 40% o più negli Stati Uniti, in Germania, Regno Unito e Italia, ed erano aumentati soltanto del 12½% in Giappone. Anche se il calcolo dei guadagni netti è reso difficile dai riacquisti di azioni proprie e da altri fattori, le plusvalenze azionarie reali negli anni ottanta si pongono in netto contrasto con i risultati del decennio precedente e possono senz'altro aver incoraggiato il consumo finanziato con reddito corrente.

Anche la forte crescita dei prezzi degli immobili (terreni, fabbricati residenziali e non) in molti paesi o aree ha contribuito in misura notevole ad accrescere la ricchezza delle famiglie, non da ultimo a causa della sua forte incidenza sul patrimonio totale (ad esempio, negli Stati Uniti, in Giappone, nel Regno Unito, in Italia, in Spagna e in diversi altri paesi industriali oltre il 60% delle unità residenziali è di proprietà di chi vi alloggia). Negli anni ottanta i prezzi delle abitazioni sono saliti in termini reali di circa il 60% nel Regno Unito, del 50% in Giappone (sulla base dei prezzi dei terreni accertati ai fini fiscali) e del 25% negli Stati Uniti. Soprattutto per effetto della rivalutazione delle azioni e degli immobili residenziali il rapporto fra attività nette totali delle famiglie e PNL

è salito in Giappone di oltre il 60% negli anni ottanta, contribuendo alla diminuzione del risparmio generato da reddito corrente osservata durante tale periodo (Capitolo VII).

La liberalizzazione e innovazione finanziaria nel decennio passato paiono aver parimenti condotto ad un calo del risparmio privato, agevolando l'accesso al credito al consumo, spingendo al rialzo i prezzi delle attività reali e facilitando l'espansione delle ristrutturazioni finanziarie di imprese con capitale di prestito. L'allentamento dei vincoli al credito al consumo, ad esempio, ha diminuito il bisogno di accantonare risparmio per specifici progetti di spesa, consentendo in particolare ai giovani nuclei familiari di indebitarsi assai più che i loro predecessori per finanziare acquisti importanti di beni durevoli. Inoltre, negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Svezia e in diversi altri paesi gli acquisti di beni di consumo possono ora essere finanziati con crediti ipotecari ottenuti a fronte di proprietà immobiliari, fiscalmente agevolati. Tali prestiti possono anch'essi aver ridotto indirettamente il risparmio rendendo più attrattiva la detenzione di proprietà immobiliari, spingendo verso l'alto i prezzi delle abitazioni e generando inattesi guadagni in conto capitale.

Liberalizzazione
finanziaria

Negli anni ottanta l'innovazione finanziaria ha facilitato la ristrutturazione del settore societario, specie negli Stati Uniti, innalzando considerevolmente il grado di leva finanziaria delle imprese. Tali ristrutturazioni si sono infatti spesso accompagnate a un forte aggravio dell'onere debitorio delle aziende e allo sviluppo del mercato delle obbligazioni a elevato rischio (*junk bonds*). Secondo un certo studio, i guadagni di capitale di cui hanno beneficiato gli azionisti in connessione di acquisizioni e disaggregazioni societarie avrebbero contribuito in misura sostanziale al calo del tasso di risparmio delle famiglie statunitensi negli anni ottanta.

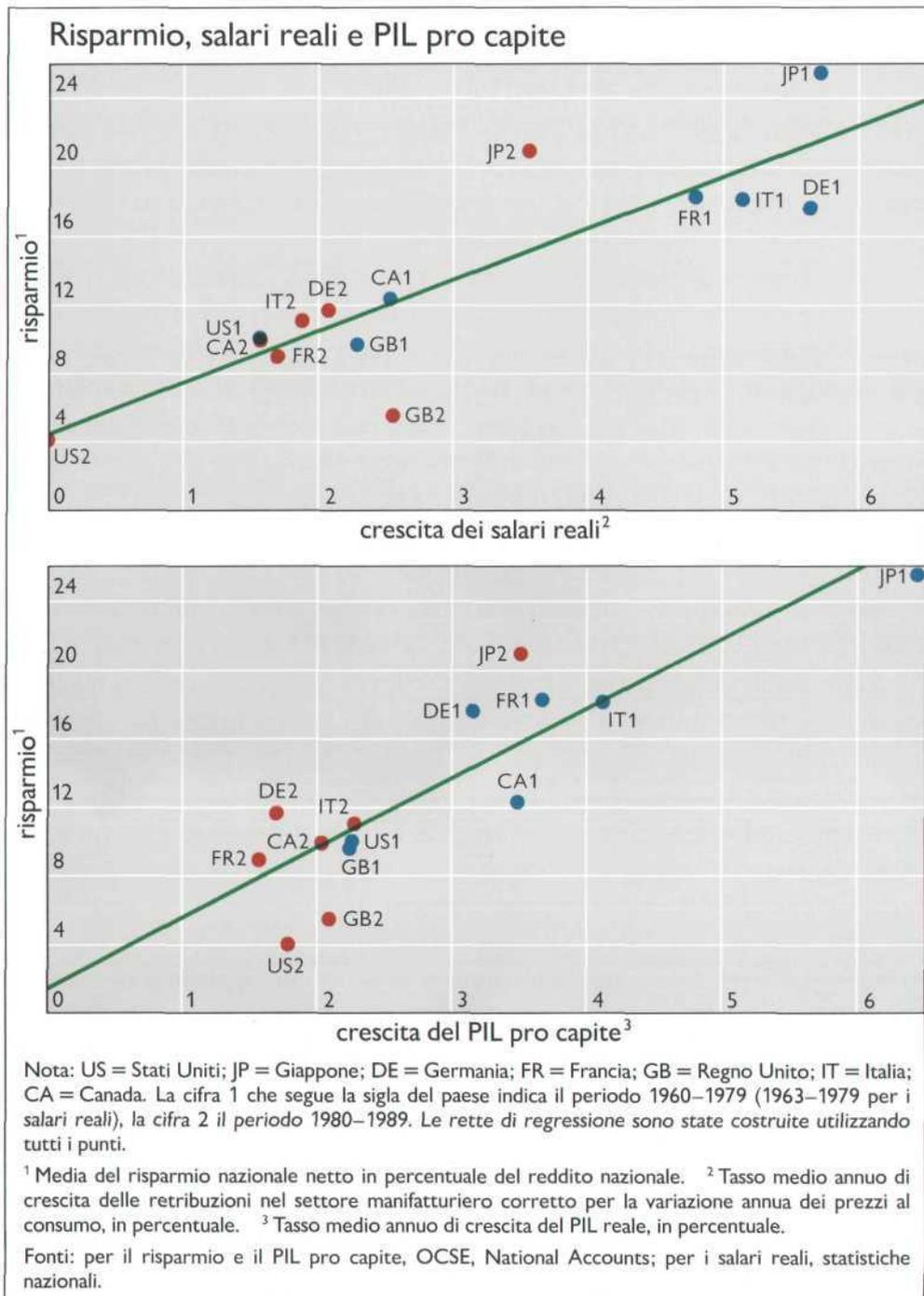
Ristrutturazioni
finanziarie
di imprese

L'auspicabilità di un aumento del risparmio nazionale

Anche se non è possibile determinare il livello "ottimale" del risparmio, vi sono varie indicazioni di una possibile inadeguatezza degli attuali valori. L'evidenza empirica fa ritenere che la crescita di più lungo periodo sarebbe stimolata da una maggiore propensione al risparmio nei paesi industriali. Anche le tendenze demografiche e gli insufficienti tassi d'investimento in molte aree sembrano confermare la desiderabilità di un aumento del risparmio nazionale.

In certi paesi il risparmio privato è stato scoraggiato da certi meccanismi propri degli attuali regimi fiscali, i cui effetti sono stati spesso amplificati da alcuni degli sviluppi intervenuti nel settore finanziario durante gli anni ottanta, di cui si è trattato dianzi. In diversi paesi il risparmio è disincentivato dalla doppia tassazione dei redditi da capitale, a livello di imposta societaria e quindi a livello di imposta sui redditi delle persone fisiche. Il risparmio può essere scoraggiato anche dalle elevate aliquote marginali che colpiscono gli interessi nominali. Per contro, nella maggior parte dei paesi industriali gli interessi passivi sui prestiti ipotecari, e sovente anche sui crediti al consumo, sono deducibili dal reddito imponibile, fatto che crea un incentivo a indebitarsi e produce effetti distorsivi sulla composizione degli investimenti. Questo incentivo è particolarmente forte in presenza di elevate aliquote marginali d'imposizione, come avviene ad esempio nei paesi scandinavi. Nei paesi in cui sono consentite deduzioni fiscali meno

Disincentivi
al risparmio
privato derivanti
dai regimi fiscali



generose sui prestiti contratti dalle famiglie il risparmio privato è in media assai più elevato che altrove.

Va poi aggiunto che il calo del risparmio nazionale potrebbe essere un fattore importante alla base del più lento miglioramento del livello di vita in un certo numero di paesi industriali. Il grafico superiore correla i saggi medi di risparmio nazionale netto con la crescita dei salari reali nel settore manifatturiero nei maggiori paesi industriali durante i periodi 1960–1979 e 1980–89. In quello inferiore il risparmio nazionale è correlato alla crescita del PIL reale pro capite. Si può osservare che nei periodi con propensione al risparmio relativamente elevata i paesi hanno tendenzialmente fatto registrare una più rapida

Minore risparmio,
crescita più lenta

crescita dei salari e del reddito pro capite in termini reali. Ad esempio, in Francia fra il 1960–1979 e il 1980–89 il risparmio nazionale netto si è dimezzato, scendendo nella media dal 18% (FR1) al 9% (FR2), e la crescita del reddito pro capite è calata dal 3³/₄ a circa l'1¹/₂%. Sempre in conformità con tale schema, negli anni ottanta il Giappone e gli Stati Uniti mostrano rispettivamente i valori massimi (JP2) e minimi (US2), in termini sia di saggio di risparmio sia di crescita dei salari reali, fra i maggiori paesi industriali.

E' difficile individuare con precisione le relazioni causali fra risparmio, reddito reale e salari reali, anche perché sono molti i fattori che influiscono su tali nessi. Alcuni economisti argomentano che il basso risparmio è semplicemente una conseguenza e non una causa della più lenta crescita. Inoltre, una stretta interdipendenza fra risparmio e sviluppo economico apparirebbe incoerente con l'attuale elevato grado di mobilità internazionale dei capitali, che dovrebbe di fatto dissociare il risparmio nazionale dalla crescita operando attraverso il canale degli investimenti.

Nondimeno, la maggior parte dei dati statistici indica che nel lungo periodo il risparmio nazionale e il saggio d'investimento sono fortemente correlati, pur essendosi osservato nell'ultimo decennio un certo indebolimento di questa relazione. Inoltre, la tesi che il calo del risparmio nazionale ha avuto un ruolo importante nel rallentare la crescita economica è coerente con altri riscontri empirici. Ad esempio, secondo uno studio, per raggiungere il valore massimo possibile di crescita dei consumi (dati l'incremento demografico e il progresso tecnologico di base), negli Stati Uniti sarebbe necessario un saggio di risparmio nazionale netto (in rapporto al reddito nazionale) del 10%, ben superiore quindi al tasso medio del 4% registrato negli anni ottanta.

Oltre alla prevista domanda a medio termine di investimenti proveniente dai paesi dell'Europa orientale, e alla desiderabilità di un maggiore trasferimento netto di risorse ai PVS, potrebbe esservi un'accresciuta pressione sulla disponibilità di risparmio mondiale in conseguenza del previsto aumento a medio-lungo termine della quota delle persone anziane sulla popolazione dei paesi industriali. Poiché questo cambiamento nella struttura demografica avverrà presumibilmente in modo più rapido in Giappone, dove il risparmio è ancora relativamente elevato, si può prevedere un calo ancora maggiore della sua eccedenza esterna corrente, con una conseguente ulteriore erosione di questa fonte di finanziamento per i mercati internazionali dei capitali. In siffatte circostanze le pressioni internazionali sul Giappone affinché esso riduca il suo tasso di risparmio nazionale appaiono particolarmente inopportune.

Alla luce di queste considerazioni vanno viste con favore diverse recenti riforme strutturali volte a incentivare maggiormente il risparmio privato. Fra esse figurano provvedimenti per ridurre la deducibilità ai fini fiscali degli interessi sui prestiti al consumo contratti dalle famiglie (Stati Uniti) e per accrescere gli incentivi all'apprestamento di pensioni di quiescenza su base privata (Australia, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti). Tuttavia, gli incentivi specifici diretti a incrementare il risparmio privato hanno avuto in passato successi piuttosto modesti e sono spesso alquanto onerosi in termini di minori entrate fiscali.

In tali circostanze il modo più efficace per aumentare in misura significativa il risparmio nazionale consiste probabilmente nell'accrescere il risparmio delle

Rallentamento
della crescita
economica

Auspicabili
maggiori incentivi
al risparmio
privato

Un aumento del risparmio pubblico appare essenziale

amministrazioni pubbliche. In effetti, il calo del risparmio rispetto agli anni sessanta è principalmente attribuibile alla caduta del risparmio pubblico. Un'inversione di questa tendenza negli anni novanta appare come la via piú diretta e affidabile per conseguire risultati sostanziali. A questo fine dovrebbero essere intensificati nei paesi industriali gli sforzi di risanamento a medio termine dei bilanci pubblici da parte dei governi, soprattutto una volta che la ripresa dell'attività economica consenta maggiore flessibilità nella formulazione della politica fiscale.

III. Gli andamenti negli altri paesi

Aspetti salienti

A livello aggregato la crescita media del prodotto nelle economie di recente industrializzazione (NIEs) e nei paesi in via di sviluppo (PVS) si è ridotta nel 1990 rispetto all'anno precedente. Inoltre sotto l'influsso delle politiche di aggiustamento interno e degli *shocks* esterni, come le ampie variazioni nelle ragioni di scambio e la più debole dinamica economica nei paesi industriali, è considerevolmente aumentato il divario tra gli andamenti dei singoli paesi o gruppi di paesi. La crescita del prodotto reale si è accelerata nel gruppo di PVS esportatori di petrolio, grazie agli incrementi di reddito in termini reali derivanti dal rincaro del greggio, e ha segnato un aumento anche nelle NIEs, sebbene esso sia dovuto essenzialmente alla Corea del Sud.

Per contro, nel gruppo dei PVS non esportatori di petrolio la crescita reale si è indebolita in seguito al deterioramento delle ragioni di scambio e all'inasprimento delle politiche da parte di alcuni paesi del gruppo. La situazione resta sconcertante nell'Africa sub-sahariana; nei paesi dell'America Latina il reddito reale pro capite ha continuato a diminuire in conseguenza di rilevanti squilibri interni e di un marcato inasprimento delle politiche fiscali. D'altra parte, nella regione asiatica la crescita del prodotto si è portata a quasi il 6%, sebbene sia intervenuto un certo rallentamento verso la fine dello scorso anno e in alcuni paesi maggiori si siano ampliati gli squilibri finanziari.

Il tasso medio d'inflazione delle NIEs e di tutti i PVS considerati congiuntamente è salito al 240%, quasi esclusivamente a causa degli andamenti relativi all'America Latina. In quattro paesi di quest'area il tasso d'inflazione ha raggiunto valori a quattro cifre, ma la sua accelerazione è stata diffusa. Nonostante un certo peggioramento della dinamica dei prezzi nelle NIEs, i paesi asiatici nell'insieme sono riusciti a ridurre l'inflazione con l'ausilio di sussidi di prezzo e di politiche macroeconomiche improntate a cautela.

Anche gli andamenti dei saldi commerciali mostrano ampie differenziazioni tra singoli paesi e gruppi. L'eccedenza delle NIEs si è ridotta sensibilmente sotto l'impatto di sfavorevoli variazioni delle ragioni di scambio e di una crescita sostenuta della domanda interna, mentre i paesi esportatori di petrolio hanno conseguito un forte incremento degli introiti derivanti dalle esportazioni. A quest'ultimo gruppo va attribuita gran parte dell'aumento del saldo attivo aggregato dei PVS, anche se i paesi non esportatori di petrolio sono riusciti a compensare in parte gli effetti del rincaro del petrolio con un'espansione della crescita delle esportazioni in volume. L'eccedenza commerciale del gruppo di paesi a medio reddito fortemente indebitati, comprendente paesi esportatori e non esportatori di petrolio, è rimasta sostanzialmente invariata. Il netto deterioramento avutosi in paesi come Brasile, Perù e Filippine è stato controbilanciato da

ampi incrementi nei paesi esportatori di petrolio, in particolare Nigeria e Venezuela.

Nell'Europa orientale, dopo diversi anni di progressiva decelerazione della crescita è subentrata nel 1990 una contrazione assoluta del prodotto. Nei quattro paesi maggiormente avanzati nel processo di riforma questi risultati possono essere considerati come il prezzo da pagare per la correzione di precedenti distorsioni e squilibri, mentre in altri paesi essi hanno principalmente rispecchiato gli effetti della penuria di beni in una situazione di progressiva disgregazione del sistema economico.

Lo scorso anno si è anche prodotta una marcata accelerazione della dinamica dei prezzi, in particolare nei paesi che hanno posto in essere pervasive misure di riforma. Essa è stata tuttavia moderata da politiche macroeconomiche restrittive integrate da politiche dei redditi, e le ampie variazioni dei prezzi relativi non hanno innescato una spirale salari/prezzi. L'inflazione è aumentata anche nei paesi in cui i prezzi sono ancora in gran parte controllati, e il grado d'inflazione repressa potrebbe essere salito in misura ancor maggiore. In effetti, una delle principali caratteristiche degli andamenti recenti è il netto aumento degli squilibri finanziari, soprattutto a causa dell'ampliarsi dei disavanzi di bilancio e dell'accresciuto risparmio delle famiglie di fronte alla scarsità di beni di consumo.

In siffatto contesto, la riforma del settore finanziario è destinata a svolgere un ruolo fondamentale nella transizione dei sistemi pianificati ad un'economia di mercato, sia come complemento ad altre misure sia come condizione essenziale per la stabilità macroeconomica. La maggior parte dei paesi ha introdotto un sistema bancario a due livelli, ed è già iniziato lo sviluppo dei mercati monetari e finanziari. Trattandosi tuttavia di cambiamenti recenti, restano da risolvere problemi molteplici. In particolare, la maggior parte delle banche è sottocapitalizzata e presenta un notevole stock di crediti in sofferenza. La segmentazione dei mercati è elevata e i tassi d'interesse reali sono ancora negativi nella maggior parte dei paesi. Ma soprattutto, la capacità di regolare la crescita degli aggregati monetari è limitata. I disavanzi di bilancio sono finanziati in moneta e il potere discrezionale delle banche commerciali nel rifiutare finanziamenti alle imprese è tuttora modesto.

Le economie di recente industrializzazione e i paesi in via di sviluppo

Il contesto esterno nel 1990

Contesto esterno
sfavorevole ...

Per la maggior parte dei PVS, e in particolare per i paesi non esportatori di petrolio, nel 1990 il contesto esterno è stato sfavorevole per diversi aspetti. La crescita del prodotto reale è stata in media più lenta che nel 1989 (tabella di pagina 44) e vi sono stati ampi divari tra i paesi esportatori di petrolio, che hanno registrato un'accelerazione, e quelli non esportatori di petrolio, dove la crescita reale è scesa al 2³/₄%. Invero, anche se lo shock dei prezzi del petrolio è stato considerevolmente minore di quelli prodotti nel 1973 e nel 1978-1980, il suo impatto è stato altrettanto severo.

La rapida industrializzazione e il forte aumento nell'uso di autoveicoli hanno fatto sì che tra il 1980 e il 1988 il consumo pro capite di energia nelle NIEs sia

Crescita del PIL nei paesi in via di sviluppo e nelle NIEs								
Paesi e gruppi di paesi	PIL del 1984-86 in miliardi di dollari USA	1980-85	1986	1987	1988	1989	1990	Prodotto pro capite 1980-90 media
		media	variazioni percentuali					
Africa	250	1,6	3,3	1,5	3,1	2,4	2,7	-0,5
Nigeria	62	-2,3	3,2	1,8	4,1	4,0	5,2	-2,7
Paesi sub-sahariani	109	2,3	3,3	1,9	2,0	1,6	1,6	-0,5
Medio Oriente	488	0,7	-2,3	1,2	3,2	2,7	1,8	-2,4
Egitto	55	8,1	9,1	6,4	6,2	5,3	2,5	4,7
Asia	950	6,6	6,6	7,7	9,1	5,5	5,8	5,0
Cina	237	10,0	7,7	10,2	11,1	4,0	5,0	7,3
India	216	5,2	4,2	4,1	10,4	5,0	4,5	3,2
Indonesia	82	4,7	5,9	4,8	5,7	7,4	7,5	3,1
Malaysia	31	5,1	1,2	5,3	8,7	8,8	10,0	3,4
Filippine	32	-1,0	1,9	5,8	6,8	5,7	3,1	-0,7
Tailandia	40	5,6	4,9	9,5	13,2	12,2	9,8	5,7
NIEs	208	6,9	10,8	12,1	9,4	6,1	6,8	6,6
America Latina	732	0,7	3,7	2,8	1,0	1,2	-0,3	-0,9
Brasile	236	1,1	7,5	3,6	0,0	3,6	-4,6	-0,6
Messico	163	1,9	-3,7	1,6	1,4	2,9	3,9	-0,6
Argentina	74	-2,2	5,6	2,5	-2,7	-4,6	-2,0	-2,6
Cile	17	-0,4	5,7	5,7	7,4	10,0	1,6	1,0
Perù	22	-0,5	9,5	6,9	-8,8	-12,2	-5,0	-3,9
Venezuela	58	-1,3	6,5	3,6	5,8	-8,3	4,4	-2,3
Totalità dei paesi*	2.420	3,0	3,6	4,3	4,9	3,3	2,8	1,2

* Media ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1984-86.

Fonti: FMI, World Economic Outlook; ONU, Commission for Latin America and the Caribbean; statistiche nazionali.

umentato di oltre il 50% (tabella di pagina 45). Inoltre, anche se nello stesso periodo il fabbisogno di petrolio per unità di prodotto e l'incidenza del greggio sul consumo totale di energia sono diminuiti, la quota dei consumi energetici coperta dalle importazioni e la dipendenza dal petrolio sono rimaste ben al di sopra di quelle dei paesi industriali. Il rialzo dei prezzi del greggio ha inoltre coinciso con un deterioramento della dinamica delle esportazioni, dovuto all'effetto ritardato di ampi apprezzamenti del cambio in termini reali.

La maggior parte degli altri paesi non esportatori di petrolio si trovava in una posizione ancor più debole per fronteggiare l'impatto del rincaro del greggio. Nell'America Latina e nei paesi dell'Africa sub-sahariana lo scorso anno il reddito reale pro capite era decisamente inferiore al livello del 1980 e, a causa dell'embargo nei confronti dell'Irak, diversi paesi, specie nel Medio Oriente e in Asia, hanno subito perdite in termini di esportazioni e di rimesse di lavoratori dall'estero, mentre il riafflusso di emigrati ha accentuato il già grave problema della disoccupazione. Infine, le possibilità di mitigare l'impatto dell'aggiustamento allo shock del petrolio mediante l'indebitamento all'estero sono state limitate.

... con forte dipendenza delle NIEs dalle importazioni di petrolio ...

... e debole resistenza agli shocks esterni in altri paesi

Consumo di energia e di petrolio in alcuni paesi e gruppi di paesi							
Paesi e gruppi di paesi	Consumo di energia ¹		Consumo di petrolio per unità di prodotto	Consumo di petrolio	Importazioni nette	Consumo di energia	
	pro capite	per unità di prodotto				pro capite, 1988 ²	per unità di prodotto ³
	variazioni percentuali su base annua, 1980-88			in percentuale del consumo di energia, 1988			
Africa	-2,0	1,4	0,0	59,8	-195,6	149	0,3
Costa d'Avorio	-3,3	1,5	1,6	81,0	56,3	129	0,2
Ghana	-0,3	1,4	1,8	43,4	46,2	130	0,2
Kenia	-6,2	-5,3	-7,3	73,3	86,9	105	0,3
Zimbabwe	0,6	0,1	0,5	16,5	28,0	495	0,7
America Latina	0,0	0,8	-0,5	57,6	-28,5	958	0,5
Brasile	0,2	0,5	-1,6	50,7	31,3	845	0,5
Cile	0,6	0,2	-0,8	53,8	45,3	820	0,5
Costa Rica	-1,4	0,0	-1,2	71,7	77,6	350	0,2
Cuba	0,4	-3,7	-3,5	98,8	97,9	1.088	0,7
Uruguay	-4,3	-3,4	-2,9	67,7	71,2	768	0,3
Asia	2,7	-1,1	-3,6	28,6	4,2	369	1,0
India	6,0	2,5	1,2	32,0	12,9	201	0,6
Pakistan	3,5	0,7	1,8	38,8	32,2	220	0,6
Filippine	-3,9	-2,4	-4,8	70,3	83,0	233	0,4
Tailandia	5,4	0,4	-3,9	66,3	53,6	400	0,4
NIEs	4,9	-1,8	-4,5	52,8	86,6	1.896	0,5
OCSE Europa	0,3	-1,3	-3,6	43,5	40,2	3.234	0,4

¹ Misurato come fabbisogno di energia primaria in tonnellate equivalenti petrolio. ² In chilogrammi.
³ Quota del fabbisogno totale di energia nel 1985 sulla media del PIL in dollari USA relativa al periodo 1984-86.

Fonti: ONU, Energy Statistics Yearbook; OCSE/AIE, Energy Balances of OECD Countries, World Energy Statistics and Balances e Annual Oil Report.

Infatti, nel corso del 1990 le riserve valutarie di alcuni dei paesi maggiormente colpiti dalla crisi sono scese a livelli pericolosamente bassi.

Tra gli altri influssi sfavorevoli figurano ...

La crisi petrolifera non è stata tuttavia l'unico fattore sfavorevole. Anzitutto, con il manifestarsi di chiari segni recessivi in alcuni paesi industriali, la crescita dei mercati potenziali di esportazione dei PVS si è alquanto rallentata. In secondo luogo, i corsi dei prodotti primari non petroliferi si sono sensibilmente indeboliti, mentre i prezzi delle importazioni hanno registrato un cospicuo incremento, costringendo così i paesi dipendenti dalle esportazioni di materie prime diverse dal petrolio a porre un freno alla crescita delle importazioni. Infine, nonostante una modesta flessione dei tassi d'interesse internazionali, gli oneri per il servizio del debito si sono mantenuti a livelli elevati.

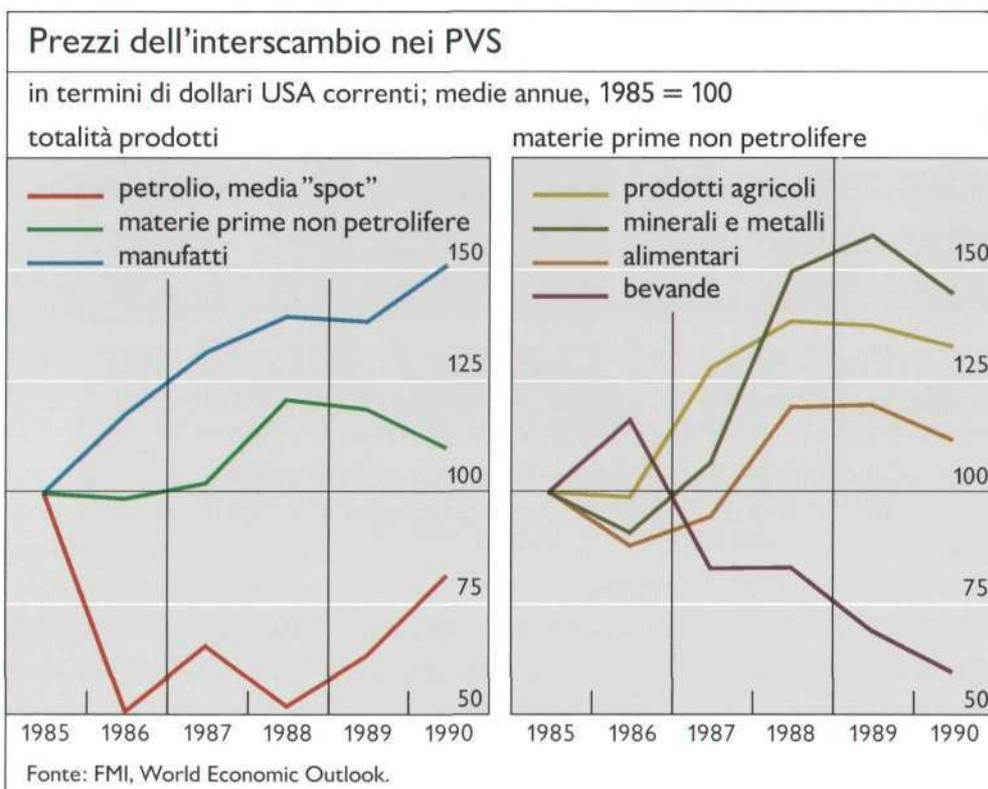
... una limitata crescita delle esportazioni e ...

Il rallentamento della dinamica del PIL nei paesi industriali ha comportato un calo nella crescita delle importazioni di questi paesi, dal 7^{1/2}% nel 1989 al 6% nel 1990, contribuendo alla tendenza già flettente dell'attività economica nell'area in via di sviluppo. I paesi latino-americani, in particolare, hanno visto ridursi drasticamente la crescita dei mercati di esportazione, in quanto l'attività economica nelle

due aree che rappresentano la metà dei loro mercati di sbocco – ossia gli Stati Uniti e la stessa regione latino-americana – si è indebolita fino quasi a ristagnare. Per contro, i PVS dell'Asia hanno continuato a beneficiare di mercati di esportazione in forte espansione. Anche se quello statunitense si è accresciuto solo di poco, i mercati altrettanto importanti del Giappone e della stessa regione asiatica hanno continuato a espandersi vigorosamente.

La debolezza dell'attività economica mondiale non solo ha limitato il potenziale di crescita delle esportazioni dei PVS in termini di volume, ma ha anche contribuito a indebolire i corsi dei prodotti primari non petroliferi, già negativamente influenzati da condizioni di eccesso di offerta in diversi mercati. Dopo una diminuzione di quasi il 2% nel 1989, lo scorso anno i prezzi in dollari delle materie prime escluso il petrolio sono diminuiti del 7¹/₂% (grafico seguente). Contrariamente al 1989, allorché il calo complessivo dei corsi andava principalmente imputato alla discesa dei prezzi delle bevande, lo scorso anno la flessione è stata più generalizzata. La contrazione maggiore, pari a circa il 13%, è stata nuovamente registrata dai prezzi delle bevande, poiché in un contesto di mercati mondiali stagnanti è continuato il decumulo delle scorte ammassate negli anni precedenti. Le crescenti giacenze, nonché l'espansione della capacità produttiva che aveva accompagnato il boom del mercato dei metalli nel 1987–89, hanno comportato un calo medio dell'8¹/₂% dei prezzi dei metalli e dei minerali. L'aumento della produzione di derrate alimentari, in parte incentivata dal più sostenuto andamento dei prezzi nel 1989, nonché da una ripresa dei raccolti rispetto ai livelli depressi dalle precedenti siccità, ha dato luogo a un ribasso del 6¹/₂% dei prezzi mondiali dei prodotti alimentari. L'equilibrio tra offerta e domanda è stato leggermente migliore per le materie prime agricole, i cui prezzi sono calati del 3¹/₂% nel 1990. Per contro, le quotazioni a pronti del petrolio

... più bassi prezzi dei prodotti primari



sono salite in media di quasi il 30%, dopo l'aumento del 21% nel 1989, ed è ripresa, dopo una breve interruzione nel 1989, la tendenza ascendente dei prezzi dei manufatti, aumentati del 9%.

Le economie di recente industrializzazione

Indebolimento
della bilancia
commerciale e ...

Dopo la flessione già significativa del 1989, l'attivo commerciale delle NIEs dell'Asia si è ridotto di quasi \$ 10 miliardi scendendo a soli \$ 9 miliardi nel 1990 (tabella di pagina 52). Come già l'anno precedente, il deterioramento è stato particolarmente pronunciato nella *Corea del Sud*, il cui saldo mercantile è passato da una considerevole eccedenza a un disavanzo di \$ 2 miliardi. Anche in *Taiwan* il saldo commerciale si è indebolito in misura considerevole, pur rimanendo ampiamente in attivo. D'altra parte, il saldo dell'interscambio di *Singapore* si è deteriorato di poco, mentre quello di *Hong Kong* è divenuto passivo per effetto delle pressioni inflazionistiche e della debole crescita delle importazioni in Cina.

... minore crescita
delle esportazioni
delle NIEs ...

La tendenza cedente dei saldi commerciali di Taiwan e Corea del Sud ha rispecchiato l'impatto di quattro fattori. Anzitutto, la forte dipendenza dalle importazioni di petrolio ha reso particolarmente vulnerabili questi paesi di fronte all'impennata dei prezzi del greggio nella seconda metà del 1990, e in entrambi i casi gli incrementi di prezzo delle importazioni sono saliti di oltre l'8%. In secondo luogo, il rallentamento dell'attività economica e della domanda negli Stati Uniti ha fortemente inciso sull'espansione del loro principale mercato di sbocco. In terzo luogo, l'apprezzamento reale del cambio, specie nei confronti del maggiore paese concorrente, il Giappone, ha continuato a incidere sulla dinamica delle loro esportazioni, la cui crescita in volume si è ridotta a meno del 3%. Con il rafforzamento dello yen dalla metà del 1990, si è avuto tuttavia un certo recupero della competitività esterna che dovrebbe favorire un'espansione più rapida delle esportazioni nette nel 1991. Infine, dato il vigore della domanda interna, la crescita reale delle importazioni si è mantenuta oltre la soglia del 10% nella Corea del Sud e ha registrato una forte ripresa in Taiwan, malgrado l'inasprimento delle politiche.

... ma crescita più
sostenuta del
prodotto reale

Nonostante il contributo negativo delle esportazioni reali nette, nel 1990 il PIL della *Corea del Sud* è aumentato del 9%. Stimolata da politiche espansive, la crescita della domanda interna ha più che compensato l'indebolimento della componente estera. Potrebbe tuttavia trattarsi di una tendenza non più sostenibile, anche se essa non si discosta molto dai tassi di aumento conseguiti negli anni precedenti. Oltre a provocare un netto peggioramento del saldo commerciale, il *boom* della domanda interna e della produzione si è accompagnato a un'accelerazione della dinamica dei prezzi al consumo e a investimenti speculativi in attività reali e finanziarie. Per converso, i precedenti periodi di rapida e sostenibile espansione del reddito reale erano stati caratterizzati da una crescita trainata dalle esportazioni e da politiche tese a rafforzare la posizione esterna. In *Taiwan*, d'altra parte, più severe condizioni monetarie hanno consentito di annullare gli effetti (quantificabili forse in un terzo della crescita complessiva del 1989) del *boom* senza precedenti dei prezzi degli immobili e delle azioni, e hanno altresì concorso a ridurre al 5% la crescita reale del prodotto. Al tempo stesso sono stati messi a punto sul finire del 1990 i progetti per migliorare le infrastrutture interne, destinati a dare un forte impulso alla crescita del prodotto nei prossimi anni.

I paesi in via di sviluppo

L'andamento del prodotto e dei prezzi interni. Il contrasto tra i paesi esportatori e non esportatori di petrolio è stato particolarmente pronunciato in *Africa* e nel *Medio Oriente*. A fronte di una crescita aggregata del PIL nelle due aree pari al 2%, i paesi dell'*Africa sub-sahariana* hanno conseguito un tasso di sviluppo del prodotto soltanto dell'1½%, subendo per il quarto anno consecutivo una flessione del reddito reale pro capite. Il fattore principale è stato un peggioramento del 6% delle ragioni di scambio, che ha costretto diversi paesi a frenare la domanda interna e le importazioni. Sui paesi non esportatori di petrolio del Medio Oriente hanno influito soprattutto le perdite, in termini di esportazioni e rimesse di emigrati, subite a causa della crisi del Golfo. Nello stesso tempo, la *Nigeria* grazie all'elevato livello di capacità in eccesso nel settore petrolifero è stata in grado di espandere di oltre il 10% la produzione in questo settore e del 5% la crescita del PIL reale. Sotto l'impatto di politiche restrittive del credito, che hanno comportato un rafforzamento e riassetto del settore finanziario e una drastica riduzione del finanziamento monetario del deficit di bilancio, il tasso d'inflazione è stato ridotto a meno del 15%. Anche il saldo corrente è migliorato, nonostante un aumento dell'8½% delle importazioni; il loro livello in termini reali resta comunque inferiore a un terzo del massimo raggiunto nel 1981. Una seria conseguenza delle politiche di contenimento delle importazioni è stata la caduta della quota degli investimenti sul PIL, scesa a meno del 10%.

Anche se i paesi dell'*America Latina* hanno fruito di maggiori introiti netti per effetto del rincaro del petrolio, il PIL di quest'area è mediamente calato e l'inflazione si è accelerata rispetto al già elevato ritmo registrato nel 1989. Ulteriori segni di un aggravarsi della crisi sono stati l'aumento della disoccupazione rilevata, il deterioramento della bilancia commerciale aggregata, l'accumulo di interessi arretrati e, nonostante provvedimenti restrittivi di politica fiscale, l'espansione del debito pubblico a livelli che in diversi paesi hanno reso difficile il mantenimento di tassi d'interesse reali positivi.

La contrazione del prodotto a livello aggregato può essere principalmente ascritta agli andamenti di tre economie – Brasile, Argentina e Perù – che hanno risentito di gravi instabilità macroeconomiche. Dati gli stretti legami commerciali all'interno di quest'area, le perdite di prodotto registrate da questi tre paesi hanno rafforzato gli effetti delle politiche restrittive poste in essere in numerosi altri paesi e hanno sopravanzato i guadagni ottenuti dai maggiori paesi esportatori di petrolio (Messico e Venezuela). La debole dinamica del prodotto può essere vista anche come il risultato di politiche tendenti a frenare la crescita dei redditi nominali in un contesto in cui le imprese non adeguano i prezzi in funzione delle condizioni della domanda aggregata, ma principalmente sulla base dell'andamento dei costi e di radicate aspettative inflazionistiche. Queste tendenze sono particolarmente evidenti in *Brasile*, dove gli sforzi per risanare il disavanzo di bilancio, insieme a una severa stretta della liquidità, hanno comportato un forte calo del PIL reale e degli occupati nel settore industriale. Nonostante le iniziative di liberalizzazione delle importazioni e l'orientamento più restrittivo delle politiche, il tasso d'inflazione è salito a oltre il 3.000% (tabella di pagina 49), quantunque l'aumento sia dovuto in parte alla vulnerabilità

Quadro sconcertante dei paesi dell'Africa sub-sahariana e ...

... aggravarsi della crisi nell'America Latina ...

... con una contrazione del prodotto ...

... e un'accelerazione dell'inflazione nei maggiori paesi

Inflazione nei PVS e nelle NIEs							
Paesi e gruppi di paesi	1980-84 media	1985	1986	1987	1988	1989	1990
	variazioni percentuali dei prezzi al consumo						
Africa e Medio Oriente	12,5	7,0	11,5	16,5	18,5	16,5	14,0
Egitto	14,6	12,1	23,9	19,7	17,6	21,3	16,8
Nigeria	22,4	5,5	5,4	10,2	38,3	40,9	13,5 ¹
Asia	7,5	6,0	8,7	9,5	14,3	11,7	8,0
Cina	2,3	11,9	7,0	8,8	20,7	16,3	2,0
India	10,2	5,6	8,7	8,8	9,4	6,2	9,0 ¹
Filippine	19,8	23,1	0,8	3,8	8,8	10,5	12,5
Corea del Sud	8,3	2,5	2,8	3,0	7,1	5,8	8,6
America Latina	90,0	145,0	88,0	131,0	286,5	533,0	768,0
Argentina	263,5	672,0	90,5	131,7	343,0	3.079	2.314
Brasile	132,5	227,0	150,0	219,0	582,0	1.325	3.118
Messico	61,5	57,7	86,2	131,8	114,2	20,0	26,7
Perú	87,0	163,2	77,9	85,8	667,0	3.399	7.650
Totalità dei paesi ²	35,0	49,0	34,0	48,5	98,0	171,5	238,0

¹ Dati stimati. ² Media ponderata in base al PIL e ai tassi di cambio del 1984-86.
 Fonti: FMI, International Financial Statistics e World Economic Outlook; statistiche nazionali.

del Brasile di fronte al rialzo dei prezzi dell'energia. Ancor peggiore è la situazione in *Perú*, dove l'ulteriore contrazione del PIL ha fatto salire a quasi il 30% le perdite cumulative di prodotto subite negli ultimi tre anni. Nello stesso periodo l'inflazione è accelerata dall'86 al 7.650%. Le gravi condizioni economiche del paese sono altresì rispecchiate nelle quotazioni, sul mercato secondario, del debito del *Perú* verso banche estere, sceso a solo il 3¹/₂% del suo valore facciale.

Nell'area latino-americana vi sono stati tuttavia anche sviluppi incoraggianti. L'economia della *Colombia* ha continuato a mostrare un elevato grado di stabilità. La decelerazione della crescita in *Cile*, pur essendo stata eccezionalmente intensa, va vista peraltro alla luce dell'azione volta ad impedire che si determinasse una situazione di eccesso di domanda, con conseguente accelerazione dell'inflazione. In *Venezuela* le misure di stabilizzazione e di riforma, adottate agli inizi del 1989, sono riuscite a determinare una crescita del prodotto nel 1990 e ad abbassare il tasso d'inflazione a poco più del 30% entro la fine dell'anno. Infine, il *Messico* ha fatto registrare il più alto tasso di crescita dal 1981 e ha ridotto il disavanzo di bilancio al 4¹/₂% del PIL, rispetto al 12¹/₄% del 1988. Questi sviluppi si sono tuttavia accompagnati a un rialzo dell'inflazione, in parte per effetto di una politica monetaria espansiva. Nonostante i guadagni straordinari derivanti dai più alti prezzi del petrolio, il disavanzo di parte corrente è rimasto per lo più invariato. Un ulteriore problema è rappresentato dal fatto che nel più lungo periodo la quota del 12-13% degli investimenti privati sul PIL potrebbe non essere sufficiente a dare occupazione a forze di lavoro in rapido aumento.

Per quanto riguarda l'accelerazione della dinamica dei prezzi in quest'area, il tasso medio d'inflazione del 768% nasconde variazioni molto ampie, sia in corso d'anno che tra i singoli paesi. Nonostante la reazione alquanto tardiva dei prezzi

Vi sono stati anche segni più incoraggianti...

... nonostante il diffuso aumento dell'inflazione

alle politiche di stabilizzazione poste in essere nei paesi con iperinflazione, verso la fine dell'anno si è prodotto un certo rallentamento. Resta tuttavia da vedere se si tratta di un fenomeno duraturo, tenuto conto che è stato reintrodotta il blocco dei prezzi e dei salari e che in alcuni casi – tra cui in particolare l'Argentina – l'ascesa dei prezzi interni è stata moderata dall'apprezzamento del cambio nominale. Nella maggior parte degli altri paesi dell'America Latina l'inflazione ha parimenti superato il livello del 1989, e il deterioramento sul fronte dei prezzi ha indotto un certo numero di governi ad adottare politiche restrittive, che hanno concorso a rallentare la crescita del prodotto.

Anche escludendo le NIEs, la crescita reale in Asia, pari al 5¹/₂%, ha superato decisamente quella degli altri PVS e di poco anche il risultato del 1989. Tuttavia, diversi fattori hanno determinato un certo indebolimento verso la fine dell'anno. A causa di un fabbisogno di energia per unità di prodotto relativamente elevato, le perdite di reddito in termini reali derivanti dal rincaro del petrolio sono state più elevate di quelle subite dalla maggioranza dei paesi OCSE. Alcuni dei principali paesi asiatici hanno altresì accusato una consistente riduzione delle rimesse di emigrati. Inoltre, si è potuto osservare un inasprimento delle condizioni creditizie, poiché le banche giapponesi si sono ritirate dal mercato dei prestiti consorziali e i corsi azionari sono calati, costringendo le imprese a trovare fonti alternative di finanziamento. In aggiunta, un certo numero di banche centrali ha reso più restrittiva la politica monetaria, innalzando i tassi d'interesse nel tentativo di moderare l'inflazione e di ridurre i prezzi delle attività, nonché la speculazione immobiliare. Infine, in alcuni paesi, tra cui i due maggiori dell'area, si sono ampliati gli squilibri finanziari e strutturali, e ciò solleva alcuni dubbi sulla sostenibilità dell'attuale crescita del prodotto reale.

Queste tendenze generali sono chiaramente ravvisabili in *Tailandia*, che ancora una volta ha conseguito uno dei più alti tassi di sviluppo di quest'area (9,8%), ma dove sono anche emersi problemi crescenti sotto forma di carenza di manodopera qualificata, sovraccarico delle infrastrutture esistenti, accelerazione della dinamica dei prezzi e divario sempre maggiore tra la povertà delle regioni agricole e la forte espansione delle zone industriali intorno alla capitale. In *Malaysia* la crescita reale del prodotto, del 10%, è da attribuirsi alla forte domanda interna che ha ricevuto impulso da un incremento di quasi il 10% delle retribuzioni reali e dal perdurante boom degli investimenti esteri. L'apporto delle esportazioni reali nette è stato tuttavia negativo, e il disavanzo corrente si è ampliato. Anche il deficit di bilancio è aumentato, in conseguenza di più elevati sussidi di prezzo al consumo, e potrebbe salire ulteriormente quest'anno in quanto il governo, per compensare la più lenta crescita delle esportazioni, ha in programma una riduzione dell'imposizione diretta e indiretta e un aumento degli incentivi agli investimenti. Per contro, in *Indonesia*, che come la Malaysia è esportatrice netta di petrolio, il governo ha optato per una cauta politica di bilancio, destinando la maggior parte dei proventi addizionali del petrolio al rimborso di debiti e agli investimenti in infrastrutture. Oltre al miglioramento delle ragioni di scambio, la crescita reale del 7¹/₂% nel 1990 ha anche rispecchiato il forte aumento dei consumi privati e l'effetto ritardato di misure strutturali miranti a rafforzare la competitività internazionale dell'economia.

Nelle *Filippine* gli sfavorevoli sviluppi dello scorso anno sono in parte da

Maggiore crescita
del prodotto
in Asia...

... che ha
raggiunto il 10%
in alcuni paesi

Crescenti
squilibri nelle
Filippine ...

ascriversi a fattori esterni ed esogeni, come il rincaro del petrolio, le minori rimesse degli emigrati, una serie di calamità naturali, nonché situazioni di scarsità e perturbazioni dovute a tensioni sociali e politiche. Tuttavia, ha svolto un ruolo non trascurabile anche la debole dinamica delle esportazioni, in parte attribuibile ad un aumento del 20% dei salari minimi contrattuali in termini nominali. Si sono inoltre avute diverse indicazioni di crescenti squilibri finanziari e strutturali. Il disavanzo di bilancio e lo squilibrio dei conti con l'estero sono saliti entrambi a circa il 5^{1/2}% del PIL, e il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 9%, nonostante si stimi che un terzo delle forze di lavoro sia sottoccupato. Un accentuarsi degli squilibri si è altresì manifestato in *India*, dove il disavanzo di bilancio si è ampliato all'8^{1/2}% del PIL (con pagamenti per interessi sul debito che assorbono ora il 30% circa della spesa totale), portando il debito pubblico a un livello che vincola la conduzione della politica monetaria. Un ulteriore deterioramento della bilancia dei pagamenti correnti ha fatto salire il debito esterno a un livello equivalente al 27% del PIL. Pur avendo ceduto la maggior parte delle attività esterne a lungo termine per finanziare le importazioni, a novembre l'India aveva ridotto le proprie riserve valutarie a un livello equivalente a due sole settimane di importazioni. La crescita della produzione industriale è diminuita per il secondo anno consecutivo e a fine 1990 l'inflazione misurata sui prezzi al consumo risultava salita al 12^{1/2}%.

... in India ...

... e in Cina

Anche in *Cina* vi sono stati punti deboli in un quadro che a prima vista appare rimarchevole: nel 1990 la crescita del prodotto è accelerata, l'inflazione è scesa a solo il 2% e il saldo corrente è passato in attivo. Tuttavia, l'accelerazione della crescita è dovuta in parte a un accumulo di scorte invendute presso aziende statali e a una serie di provvedimenti monetari espansivi. Inoltre, a causa delle crescenti perdite delle imprese statali, il disavanzo di bilancio si è ampliato in misura considerevole rispetto al 1989, mentre il miglioramento della bilancia dei pagamenti correnti va visto alla luce del forte aumento dei sussidi all'esportazione. Infine, la dinamica dell'inflazione si è giovata del rinvio a quest'anno di riforme volte a introdurre prezzi determinati dal mercato.

Andamento dei saldi commerciali nel 1990. In un contesto di sviluppi esterni e interni contrastanti, le variazioni nei saldi dell'interscambio hanno presentato marcate differenze tra i vari gruppi di PVS. A livello aggregato l'eccedenza commerciale ha segnato un aumento di \$ 29 miliardi, peraltro dovuto quasi integralmente ai paesi esportatori di petrolio, il cui attivo commerciale si è accresciuto di quasi \$ 27^{1/2} miliardi.

Moderato
miglioramento
della bilancia
commerciale
dei paesi non
esportatori
di petrolio ...

Il miglioramento del saldo commerciale dell'insieme dei *paesi non esportatori di fonti di energia* deve essere considerato alla luce del fatto che la sola impennata dei prezzi del petrolio ha aumentato di quasi \$ 3 miliardi i loro esborsi per importazioni. In aggiunta, nella seconda metà del 1990, la crisi del Golfo ha inciso negativamente sull'andamento dell'interscambio di alcuni paesi, in particolare Egitto e Giordania. Inoltre la discesa dei prezzi delle materie prime non petrolifere, aggiungendosi al rincaro del petrolio, ha prodotto un deterioramento generale delle ragioni di scambio, il più forte dall'insorgere della crisi debitoria nel 1982; i prezzi delle importazioni sono aumentati del 7^{1/2}% in termini di dollari a fronte di un incremento del 2% nel valore unitario delle esportazioni. Come si può rilevare dalla tabella di pagina 53, le perdite in termini di ragioni di

scambio sono state diffuse e hanno raggiunto addirittura l'8% per i paesi produttori di materie prime. La concentrazione di tali paesi nell'Africa sub-sahariana e nell'America Latina spiega altresì l'elevata incidenza delle perdite di ragioni di scambio in queste due aree.

In generale questi influssi sfavorevoli sono stati più o meno compensati da un consistente aumento della crescita in volume delle esportazioni e, in molti casi, da un ulteriore rallentamento della domanda di importazioni. Per l'insieme dei paesi non esportatori di petrolio la crescita delle quantità esportate è salita all'8½% nel 1990. Gli incrementi ottenuti dai paesi che esportano prevalentemente manufatti si sono mantenuti su livelli elevati come negli anni precedenti, e guadagni fino al 9% sono stati registrati dai paesi produttori di materie prime. Al tempo stesso, l'espansione delle importazioni in volume è stata ridotta ad appena l'1½%. Essa è rallentata fortemente nei paesi esportatori di manufatti rispetto agli alti livelli del precedente biennio e ha praticamente ristagnato nei paesi produttori di materie prime.

Andamenti alquanto contrastanti in termini di volume si possono notare tra i paesi esportatori di fonti di energia. Nell'insieme, la crescita delle esportazioni reali di questo gruppo di paesi è scesa dall'8% nel 1989 a circa il 4% lo scorso anno, ma le differenze nella dinamica delle esportazioni sono state pronunciate. L'embargo sulle forniture di petrolio dal Kuwait e dall'Irak nella seconda metà del 1990 è stato infatti compensato da un significativo aumento delle esportazioni di petrolio da parte di altri paesi produttori, in particolare Arabia Saudita, Nigeria e Venezuela. Grazie ai cospicui proventi del petrolio, la crescita delle importazioni in volume dei paesi esportatori di petrolio dell'America Latina e dell'Africa è salita al 9½%, mentre il clima di instabilità politica nel Medio Oriente ha inciso

... grazie alla più elevata crescita delle esportazioni

Marche differenze tra i paesi esportatori di petrolio...

Saldi delle bilance commerciali delle NIEs e dei PVS										
Gruppi di paesi	Saldo commerciale					di cui: saldo petrolifero				
	1986	1987	1988	1989	1990	1986	1987	1988	1989	1990
	in miliardi di dollari USA									
NIEs	19,9	25,4	21,8	18,9	9,2	-6,2	-7,9	-7,9	-10,1	-13,8
Paesi in via di sviluppo ¹	-10,9	18,5	4,0	21,7	50,9	81,5	98,3	91,2	113,8	149,8
Esportatori di fonti di energia ²	21,1	44,9	27,3	51,0	78,4	89,2	107,6	99,9	124,6	163,6
Non esportatori di fonti di energia	-32,0	-26,4	-23,3	-29,3	-27,5	-7,7	-9,3	-8,7	-10,8	-13,8
Esportatori di manufatti ²	-11,3	-2,6	-1,2	-5,8	-3,4	-3,6	-4,6	-4,8	-6,2	-9,1
Esportatori di prodotti primari ²	1,7	-2,7	-0,1	2,4	2,0	-2,5	-1,9	-2,1	-2,1	-2,3
Altri	-22,4	-21,1	-22,0	-25,9	-26,1	-1,6	-2,8	-1,8	-2,5	-2,4
<i>Per memoria:</i> <i>paesi fortemente indebitati</i>	21,4	25,9	28,8	35,2	34,3	18,8	21,6	19,2	24,9	34,6

¹ Escluse le NIEs. ² Paesi le cui esportazioni di fonti di energia, manufatti e prodotti primari nel 1985-87 sono rispettivamente ammontate a oltre il 50% del totale delle esportazioni di beni e servizi.
 Fonti: FMI, World Economic Outlook; statistiche nazionali.

Indicatori del commercio estero per gruppi di PVS				
Gruppi di paesi	Periodi	Esporta- zioni reali	Importa- zioni reali	Ragioni di scambio
		variazioni medie annue in percentuale		
Totale PVS*	1982-90	3,9	-1,6	- 4,0
	1988	11,3	7,3	- 6,1
	1989	7,7	4,9	3,0
	1990	6,6	2,1	1,7
Paesi esportatori di fonti di energia	1982-90	1,6	-5,1	- 7,4
	1988	13,5	8,2	-18,3
	1989	8,1	5,1	10,7
	1990	3,8	2,8	11,4
Paesi non esportatori di fonti di energia	1982-90	5,5	1,0	- 1,5
	1988	9,6	6,6	2,7
	1989	7,5	4,8	- 2,5
	1990	8,6	1,6	- 5,3
di cui: esportatori di manufatti	1982-90	6,6	4,9	- 0,8
	1988	12,4	11,0	2,0
	1989	8,7	7,1	- 2,6
	1990	6,3	1,2	- 3,6
esportatori di prodotti primari	1982-90	3,6	-2,2	- 2,6
	1988	3,1	2,0	4,7
	1989	7,0	0,6	- 1,6
	1990	8,8	1,1	- 7,9
<i>Per memoria:</i>				
<i>paesi fortemente indebitati</i>	1982-90	4,1	-3,6	- 4,0
	1988	11,7	8,8	- 3,1
	1989	5,5	3,2	1,0
	1990	4,6	8,2	- 1,4
NIEs	1982-90	11,6	10,7	1,0
	1988	14,1	21,0	1,0
	1989	8,6	14,9	2,1
	1990	3,3	5,5	- 1,1

* Non comprende le NIEs. Medie di gruppo ponderate in base alle esportazioni del 1987-88.
 Fonti: FMI, World Economic Outlook; statistiche nazionali.

negativamente sulla domanda di importazioni dei produttori di petrolio di quest'area.

...e risultati contrastanti per il gruppo di paesi fortemente indebitati

Date le differenze nell'orientamento merceologico delle esportazioni e nella reattività ai movimenti dei prezzi esterni, anche gli andamenti dei saldi commerciali dei *paesi a medio reddito fortemente indebitati* sono stati assai eterogenei. Lo *shock* esterno rappresentato dalle forti variazioni nelle ragioni di scambio dei singoli paesi pare aver colpito piú duramente le economie che presentavano ampi squilibri strutturali. Ne è un esempio il marcato deterioramento dei saldi commerciali con l'estero, di circa \$ 5 e 1,5 miliardi, subito rispettivamente da Brasile e Filippine. La forte dipendenza dalle importazioni di petrolio di questi due paesi spiega in buona parte il netto aumento delle loro importazioni (del 10% o piú), mentre in Brasile ha anche influito la liberalizzazione

delle importazioni decisa nel quadro del programma di stabilizzazione. Nondimeno, il concomitante deterioramento dei loro saldi commerciali non può essere imputato a questi soli fattori. Anche l'insufficiente competitività e gravi squilibri socio-economici hanno contribuito all'ulteriore rapida crescita delle importazioni non petrolifere e alla fiacca dinamica delle esportazioni di questi paesi. L'espansione delle vendite all'estero è stata inoltre ostacolata dall'accumulo di interessi arretrati e dalle difficoltà nell'ottenere crediti per finanziare le importazioni necessarie nel settore manifatturiero.

Per contro, lo scorso anno l'attività economica e il commercio estero del Venezuela sono notevolmente migliorati, grazie ad un aumento del 45% dei proventi delle esportazioni di petrolio, dovuto a incrementi non solo in termini di valore, ma anche di quantità. Inoltre, è ripresa la crescita delle esportazioni non petrolifere, e l'attivo commerciale del Venezuela si è accresciuto, nonostante il valore in dollari delle importazioni sia aumentato di ben oltre il 10%. Alla stessa stregua, in Nigeria si è avuto un significativo miglioramento del saldo commerciale, grazie all'aumento degli introiti derivanti dal petrolio che concorrono per il 95% al totale dei proventi delle esportazioni. Anche in Colombia si sono accresciuti i proventi delle esportazioni petrolifere, ma ha influito positivamente sull'interscambio anche la forte crescita delle vendite all'estero di prodotti non petroliferi.

Nella maggior parte dei PVS la competitività esterna è il fattore chiave della dinamica del prodotto interno e della bilancia dei pagamenti. Gli elevati tassi di sviluppo conseguiti dalle quattro NIEs in passato possono in gran parte essere attribuiti a questo fattore, così come la più contenuta crescita osservata di recente è da ricondurre a un peggioramento della loro posizione in termini di costi relativi. Anche il fatto che paesi come Malaysia, Cile e Indonesia siano stati in grado di evitare serie crisi di bilancia dei pagamenti correnti, mentre altri, tra cui Brasile, Filippine e Perù, sono tuttora alle prese con ampi e crescenti squilibri esterni, si spiega in buona parte con la loro capacità di mantenere più o meno stabile il cambio reale e, in definitiva, di prevenire l'insorgere di squilibri e di pressioni inflazionistiche all'interno. L'acquisire una posizione concorrenziale sui mercati di esportazione diversi da quelli tradizionali può parimenti creare le basi per una maggiore diversificazione dell'economia, riducendo la vulnerabilità rispetto a brusche variazioni delle ragioni di scambio. In effetti, le economie più diversificate nell'area in via di sviluppo non hanno in pratica registrato perdite cumulative di ragioni di scambio tra il 1982 e il 1990. In questo stesso periodo tali perdite sono ammontate ad oltre il 20 e il 50% rispettivamente nei paesi produttori di materie prime e nei paesi esportatori di petrolio. Oltre a ciò, un'economia competitiva e diversificata riduce la reattività alle tendenze di specifici mercati regionali, creando il potenziale per trarre vantaggio dalla più vivace dinamica di altri mercati.

Il ruolo chiave della competitività esterna ...

... e della diversificazione

Gli andamenti nell'Europa orientale

Gli sviluppi recenti nei paesi dell'Europa orientale sono stati sensazionali e senza precedenti. I problemi che questi paesi si trovano ad affrontare nel passaggio dall'economia pianificata all'economia di mercato sono problemi ai quali né la

teoria economica né l'esperienza storica possono offrire una qualsiasi soluzione pronta. Il declino del prodotto nel 1990, mediamente ammontato in quest'area a quasi il 6%, non ha costituito solo un prezzo inevitabile da pagarsi per il processo di transizione, ma rispecchia in ugual misura il collasso di un sistema economico che aveva progressivamente cessato di funzionare e si era degradato al di là di ogni possibile rimedio.

Dinamica
del prodotto ...

... nei paesi che
hanno adottato
riforme radicali ...

Questa combinazione di cause immediate e di fondo è stata soprattutto evidente in quei paesi (Ungheria, Polonia, ex Repubblica democratica tedesca [RDT] e Jugoslavia) che hanno attuato programmi di riforma radicali nel 1990, poiché la rimozione dei controlli sui prezzi e l'impatto con prezzi determinati dal mercato hanno comportato un repentino calo del prodotto reale misurato. Peraltro i dati statistici sovrastimano la caduta del tenore di vita dei consumatori per tre ragioni. Anzitutto, con l'introduzione di prezzi determinati dal mercato, è cessata la produzione di beni non richiesti dai consumatori e sono venute meno le distorsioni che avevano in precedenza viziato le stime del prodotto e del reddito. In secondo luogo, riducendo sensibilmente la penuria di beni, la necessità di accaparrare scorte e il tempo impiegato nelle code per gli acquisti, le riforme hanno eliminato taluni costi del precedente sistema e hanno prodotto miglioramenti consistenti, quantunque non misurabili, nel benessere dei consumatori. Infine, la produzione dei settori privati sviluppatasi di recente viene rilevata solo in parte dalle statistiche ufficiali e in taluni casi è trascurata totalmente. Questa distorsione è particolarmente rilevante in Ungheria, dove le piccole imprese, che sono in gran parte private e il cui numero è più che raddoppiato nei primi dieci mesi dello scorso anno, non sono comprese nei dati sulla produzione industriale. Un'analoga distorsione è rilevabile per la Polonia, dove la quota dell'industria privata sul prodotto totale è salita secondo stime al 13^{1/2}%, rispetto al 7^{1/2}% soltanto nel 1989.

... e nei paesi
ancora
nelle fasi iniziali
del processo
di transizione

Gli effetti di un sistema bisognoso di cambiamenti fondamentali sono manifesti in quei paesi che si trovano ancora nella fase iniziale del processo di transizione e che lo scorso anno hanno adottato provvedimenti solo parziali. Una strategia di sviluppo essenzialmente basata sull'espansione del prodotto mediante crescenti *inputs* di lavoro e soprattutto capitale, e al tempo stesso poco attenta al progresso tecnico e all'allocazione delle risorse, aveva condotto ad un rallentamento di fondo della crescita economica media con il declinare della produttività del capitale. Negli anni ottanta la flessione nella crescita reale si era accompagnata a squilibri sempre più ampi, poiché i maggiori incrementi dei redditi nominali, in presenza di prezzi ancora controllati, avevano accentuato le scarsità di beni e aumentato il grado d'inflazione "repressa". Nel 1990 al rallentamento dell'attività economica è subentrato un calo assoluto del prodotto, e con il procedere dell'anno è divenuto sempre più palese che questa contrazione non doveva interpretarsi come una variazione ciclica reversibile, ma come il culmine di un processo di disgregazione economica che non poteva più essere evitato rinviando o revocando le misure di riforma.

Tendenze generali del prodotto e cause immediate

Dopo i rivolgimenti politici del 1989, nella maggior parte dei paesi dell'Europa orientale erano osservabili livelli produttivi calanti già nel quarto trimestre di

quell'anno, e tale tendenza è andata ulteriormente rafforzandosi nel corso del 1990. Il prodotto è mediamente calato di quasi il 6% (tabella sottostante) e in alcuni paesi la produzione industriale è scesa di oltre il 20%. Alcune delle cause immediate di questi sviluppi sono peculiari di determinati paesi o gruppi di paesi, mentre altre rivestono un carattere più generale, pur variando di intensità da un caso all'altro.

Tra le cause specifiche, la più importante è probabilmente rappresentata dallo stadio e dalla natura del processo di riforma, ovvero dalla sua assenza. In *Bulgaria* e *Romania* sono state dibattute varie riforme, ma poche hanno trovato attuazione fino a quest'anno. Il drastico calo produttivo può essere principalmente attribuito alla penuria di materie prime e di beni intermedi, a sua volta riconducibile alla scarsità di valuta estera che, nel caso della Bulgaria, si è acuita dopo la sospensione del servizio del debito estero. Il calo produttivo è stato aggravato da uno stock di capitale obsoleto e negletto, nonché dall'assenza di meccanismi di mercato in grado di sopperire all'abolizione della pianificazione centrale. In Romania una causa ulteriore, che ha influito soprattutto sulla produzione industriale, è stata la riduzione della settimana lavorativa da sei a cinque giorni. In entrambi i paesi alla base della tendenza recessiva vi è stata una forte contrazione della spesa in investimenti fissi – in Romania del 35% – essendosi data priorità al soddisfacimento dei bisogni primari della popolazione.

Anche nell'*Unione Sovietica* il calo del prodotto è ricollegabile alla scarsità di beni combinata a strozzature nella distribuzione e a una contrazione del 19% degli investimenti pubblici, nel tentativo di ridurre il disavanzo del settore pubblico. La minore produzione energetica ha avuto un ulteriore effetto negativo, soprattutto sul volume delle esportazioni, e in diverse aree una struttura dell'offerta basata su poche imprese di grandi dimensioni si è dimostrata altamente vulnerabile, in quanto i conflitti di lavoro in un settore o in una regione hanno avuto ripercussioni

Tra i fattori specifici dei singoli paesi figurano la penuria di beni ...

... il forte calo della spesa in investimenti ...

... e un sistema produttivo vulnerabile

Europa orientale: dinamica del prodotto reale ¹								
Paesi	1960–70	1970–80	1980–85	1986	1987	1988	1989	1990 ²
	variazioni medie annue in percentuale							
Bulgaria	7,7	7,1	3,7	5,3	5,1	2,4	-0,5	-13,5 (-14,0)
Cecoslovacchia	4,2	4,7	1,8	2,6	2,1	2,3	1,3	- 3,1 (- 3,7)
Iugoslavia	6,7	5,8	0,7	3,6	-1,1	-2,0	0,6	- 7,5 (-10,5)
Polonia	6,1	5,4	-0,8	4,9	2,0	4,7	-0,2	-12,0 (-23,0)
RDT ³	4,1	4,8	4,5	4,3	3,3	2,8	2,0	-19,5 (-28,0)
Romania ⁴	8,6	9,4	3,0	3,0	0,7	-2,0	-7,9	-10,0 (-20,0)
Ungheria	5,5	5,0	1,8	1,5	4,1	-0,1	-0,2	- 4,5 (- 4,5)
Unione Sovietica	7,2	5,1	3,2	2,3	1,6	4,4	2,5	- 4,0 (- 1,5)
Media ⁵	6,8	5,2	2,9	2,7	1,7	3,7	1,5	- 5,8 (- 5,6)
Paesi industriali	4,8	3,1	2,5	2,7	3,4	4,5	3,3	2,5 (1,9)

¹ Prodotto materiale netto, PMN (escludente gli ammortamenti e i servizi "non materiali"), eccetto per Ungheria (PIL), e Iugoslavia (prodotto sociale lordo, PSL, escludente i servizi "non materiali").
² Dati provvisori o stimati; le cifre tra parentesi si riferiscono alla produzione industriale. ³ Repubblica democratica tedesca unificata alla Repubblica federale di Germania il 3 ottobre 1990. ⁴ I dati per il 1980–87 sono attualmente sottoposti a revisione e potrebbero subire sostanziali modifiche. ⁵ Media ponderata in base al prodotto e ai tassi di cambio non commerciali del 1984–86.

Fonti: ONU, Economic Commission for Europe; Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche; FMI, International Financial Statistics.

a catena sull'intera economia. Nonostante il mantenimento dei controlli sui prezzi, il tasso d'inflazione è salito bruscamente in seguito all'aggravarsi della scarsità di beni verso la fine dell'anno. Data l'entità dell'aumento, il tasso d'inflazione annuo potrebbe essere di 2–3 punti superiore alle stime correnti, e il calo del prodotto reale corrispondentemente più marcato. In effetti, secondo stime semi-ufficiali il proseguimento dell'attuale tendenza comporterebbe una flessione di almeno l'11% del prodotto reale per l'anno in corso. Ciò nonostante, e pur essendo sempre più evidente il progressivo deterioramento della situazione economica, durante lo scorso anno sono andati aumentando gli ostacoli politici alle riforme economiche. In estate è stato presentato un vasto piano di riforma (il "piano dei 500 giorni"), ma il programma adottato in ottobre rappresenta solo una versione annacquata di quello originario.

L'esperienza dei
paesi riformatori
riferita
a Polonia...

In *Polonia*, nell'ex *RDT* e in *Iugoslavia* la contrazione misurata del prodotto è direttamente ricollegabile al processo di riforma, anche se l'impatto delle politiche sulla produzione e sulla domanda interna è stato diverso. In *Polonia* misure fiscali e monetarie molto restrittive, abbinate a politiche dei redditi tese a ridurre i salari reali, hanno comportato una forte contrazione della domanda interna, mentre il deprezzamento del tasso di cambio è servito a stimolare la crescita delle esportazioni reali e a salvaguardare la competitività delle imprese polacche sul mercato interno. Nell'ex *RDT*, per contro, massicci trasferimenti di reddito dalla Germania occidentale, insieme a un aggiustamento lento dell'occupazione, hanno permesso inizialmente di mantenere i livelli di reddito reale e di domanda interna. Tuttavia, l'adozione per le transazioni correnti di un rapporto di conversione di 1:1 con il DM, unitamente a una maggiorazione di oltre un terzo dei salari nominali, ha fatto sì che una quota crescente della domanda fosse soddisfatta dalle importazioni. Di conseguenza, sono diminuite drasticamente le vendite interne e la produzione, provocando un aumento senza precedenti della disoccupazione e del ricorso al lavoro a orario ridotto verso la fine dell'anno.

... ex RDT ...

... Iugoslavia ...

Alla stessa stregua della Polonia, la *Iugoslavia* ha adottato verso la fine del 1989 tutta una serie di misure di stabilizzazione e di riforma, comprendenti politiche fiscali e monetarie restrittive, il blocco delle retribuzioni nominali per la durata di sei mesi, un parziale congelamento dei prezzi. Tra i provvedimenti figurava anche una leggera svalutazione del cambio. Tuttavia, in presenza di un tasso d'inflazione assai elevato (120% nel primo trimestre del 1990), la politica di mantenimento di un cambio nominale fisso nei confronti del DM ha rapidamente eroso la competitività delle imprese iugoslave. Insieme alla liberalizzazione quasi totale delle importazioni, le variazioni nel saldo esterno reale hanno pertanto accentuato gli effetti delle misure di politica fiscale e monetaria.

... Ungheria ...

La flessione relativamente modesta del prodotto in *Ungheria* può essere principalmente attribuita a problemi di transizione connessi al graduale processo di riforma economica. La politica volta a riorientare il commercio estero verso paesi a moneta convertibile ha consentito lo scorso anno di portare in attivo la bilancia corrente in valute convertibili. Inoltre, le variazioni nel saldo reale con l'estero hanno esercitato un effetto positivo sul PIL. Il calo delle retribuzioni reali, insieme al deprezzamento del cambio effettivo, ha contribuito ad aumentare le esportazioni in volume, mentre è rallentata la crescita delle importazioni,

anche in seguito al ripristino di talune restrizioni sugli acquisti all'estero. Nello stesso tempo, la necessità di mantenere un orientamento restrittivo di politica fiscale e monetaria, unitamente alla consistente riduzione degli investimenti del settore pubblico e a taluni problemi nel trasferimento di risorse dalle imprese pubbliche a quelle private, ha agito negativamente sulla domanda interna. In *Cecoslovacchia* agli inizi di quest'anno è stata data attuazione a un ampio piano di riforme, ma il clima di incertezza diffusosi al suo annuncio aveva dato luogo a reazioni precauzionali già nel 1990. Lo si è potuto constatare dal marcato, e probabilmente involontario, aumento delle scorte, ma anche dall'anticipazione di acquisti e dalla caduta del saggio di risparmio delle famiglie al 2% soltanto. Inoltre, l'assenza di nuovi mercati in grado di sopperire ai danni derivanti dalla riduzione degli scambi con i paesi del Comecon e delle esportazioni verso l'ex RDT, insieme al tentativo di abbandonare le industrie pesanti e ad alta intensità di energia, ha comportato una flessione del prodotto totale pari al 3½%.

... e
Cecoslovacchia

Una serie di fattori comuni ha rafforzato nel 1990 le tendenze di carattere specifico dei paesi, e parte di essi continuerà ad esercitare un certo influsso su quest'area anche nell'anno in corso. Anzitutto, quale che ne sia la causa, una flessione del prodotto che colpisca simultaneamente paesi legati da stretti rapporti commerciali è accompagnata da effetti di traboccamento e di moltiplicatore che aggravano il calo iniziale. In secondo luogo, la rapida disgregazione del sistema di interscambio del Comecon (Capitolo IV) ha fatto diminuire in generale la crescita del prodotto reale. La contrazione è stata particolarmente pronunciata in paesi, come la Bulgaria, in cui la quota delle esportazioni verso i *partners* del Comecon rappresentava quasi l'85% del totale delle vendite all'estero. In terzo luogo, l'aumento dei prezzi del petrolio, insieme ad un calo del 30% delle esportazioni di energia dall'Unione Sovietica, ha dato luogo ad ampie variazioni negative nelle ragioni di scambio dei paesi importatori di petrolio. A causa di un'intensità di energia del prodotto relativamente elevata e, in taluni paesi, di un'ampia quota di importazioni sui consumi totali di energia (tabella di pagina 59), le conseguenti perdite di reddito reale sono state molto più forti che nei paesi industriali. Per giunta, quei paesi che contavano sulle importazioni di petrolio dall'Irak in contropartita di precedenti crediti hanno dovuto cercare fonti alternative di energia a prezzi molto più alti. In quarto luogo, una grave siccità ha ridotto la produzione agricola e di energia elettrica nelle regioni meridionali di quest'area, aumentando ulteriormente la domanda di importazioni di generi alimentari e di energia. Infine, un deterioramento nella disciplina sul lavoro si è tradotto in frequenti scioperi e in una minore produttività, mentre le tensioni politiche – spesso associate a movimenti separatisti – hanno creato ulteriori ostacoli, aumentando in particolare la segmentazione del mercato e rendendo più difficile il coordinamento delle politiche. A seguito di questi sviluppi, specie nei paesi in cui il processo di riforma era ancora in una fase iniziale, sono emersi chiari segni di crescenti squilibri interni ed esterni, nonché un divario sempre maggiore tra domanda nominale e prodotto reale. L'espansione monetaria e creditizia si è accelerata, i disavanzi di bilancio sono aumentati e si sono accumulate le perdite delle imprese pubbliche in presenza di una accelerazione della dinamica dei costi unitari del lavoro e di prezzi ancora controllati.

Fattori comuni
alla base degli
sviluppi del 1990
e...

... crescente
divario tra
domanda
e offerta

Consumo di energia e di petrolio nell'Europa orientale							
Paesi e gruppi di paesi	Consumo di energia ¹		Consumo di petrolio per unità di prodotto	Consumo di petrolio	Importazioni nette	Consumo di energia	
	pro capite	per unità di prodotto				pro capite, 1988 ²	per unità di prodotto ³
	variazioni percentuali su base annua, 1980-88			in percentuale del consumo di energia, 1988			
Bulgaria	1,4	-2,3	-2,8	35,0	58,2	4.120	1,2
Cecoslovacchia	0,1	-1,6	-5,4	19,5	31,0	4.884	1,2
Iugoslavia	1,9	2,1	-0,8	33,8	39,5	1.997	1,2
Polonia	-0,6	-0,9	-2,9	13,1	2,8	3.414	1,8
RDT	0,9	-3,2	-6,0	17,8	25,9	5.687	1,4
Romania	1,2	-2,7	-3,7	26,2	22,9	3.408	1,5
Ungheria	0,8	-1,1	-3,0	31,3	45,6	2.800	1,5
Unione Sovietica	3,3	0,3	-2,5	31,2	-19,3	4.955	1,4
<i>OCSE Europa</i>	<i>0,3</i>	<i>-1,3</i>	<i>-3,6</i>	<i>43,5</i>	<i>40,2</i>	<i>3.234</i>	<i>0,4</i>

¹ Calcolato come fabbisogno di energia primaria in tonnellate equivalenti petrolio. ² In chilogrammi. ³ Quota del fabbisogno totale di energia nel 1985 sulla media del PIL in dollari USA relativa al periodo 1984-86.

Fonti: ONU, Energy Statistics Yearbook; OCSE/AIE, Energy Balances of OECD Countries, World Energy Statistics and Balances e Annual Oil Report.

Andamento dei prezzi e dei salari

I paesi dell'Europa orientale sono accomunati dal fatto di avere subito un peggioramento della dinamica dei prezzi e dei salari nell'ultimo biennio, ma si differenziano notevolmente per quanto riguarda l'andamento dell'inflazione negli anni precedenti e le cause del suo più recente deterioramento.

In *Bulgaria*, *Cecoslovacchia*, *Romania*, ex *RDT* e *Unione Sovietica* i prezzi rilevati si erano mantenuti più o meno stabili nel corso degli anni settanta e ottanta, in virtù di estesi controlli sui prezzi e di una politica di sovvenzioni ai beni di consumo basilari (si veda la tabella di pagina 60). Nel corso del 1989, e in particolare dopo i rivolgimenti politici nell'ultima parte di quell'anno, alcuni di questi paesi avevano introdotto riforme parziali dei prezzi, abolendo taluni sussidi e aumentando i prezzi amministrati. Tuttavia, fatta eccezione per l'ex *RDT* dopo la riforma valutaria del 1° luglio, nel 1990 i prezzi sono rimasti soggetti a controllo. Agli inizi di quest'anno, *Bulgaria*, *Cecoslovacchia* e *Romania* hanno però introdotto radicali riforme dei prezzi, e in aprile l'*Unione Sovietica* ha proceduto a una parziale rimozione dei controlli sui prezzi al dettaglio, preceduta da un rialzo di quelli all'ingrosso.

Ungheria, *Polonia* e *Iugoslavia*, per contro, avevano registrato tassi d'inflazione comparativamente alti negli anni settanta e ottanta sebbene per cause di fondo diverse. L'*Ungheria* aveva compiuto già nel 1968 i primi passi verso un'economia maggiormente orientata al mercato, ma nel complesso il sistema era rimasto fortemente centralizzato sin verso la fine degli anni ottanta. Durante quel decennio l'inflazione era progressivamente salita, fino a raggiungere il 30% lo scorso anno, soprattutto a causa di quattro fattori: una progressiva riduzione

Pressioni inflazionistiche nei paesi che avevano introdotto riforme parziali

Dinamica dei prezzi al consumo (IPC) e delle retribuzioni nominali (W)						
Paesi		1970-80	1980-85	1985-88	1989	1990 ¹
		variazioni percentuali su base annua				
Bulgaria	IPC	2,0	1,0	2,6	6,2	19,3
	W	3,9	3,3	5,6	6,0	23,0
Cecoslovacchia	IPC	1,2	2,0	0,2	1,5	10,0
	W	3,1	1,8	1,9	2,4	8,2
Iugoslavia	IPC	17,5	47,5	131,0	1240	585,0
	W	18,9	42,5	125,1	1605	406,0
Polonia	IPC	4,6	32,5	33,0	260,0	585,0
	W	10,5	27,1	38,5	289,5	398,0
RDT	IPC	-0,0	0,0	0,8	2,3	-4,0 ²
	W	3,1	2,0	3,9	2,5	19,0
Romania	IPC	1,0	5,0	0,8	0,9	5,7
	W	5,7	4,8	1,4	4,0	18,0
Ungheria	IPC	4,6	6,7	9,8	19,0	29,0
	W	6,6	7,9	14,5	13,6	25,0
Unione Sovietica	IPC	0,3	1,0	2,0	1,9	5,3
	W	3,3	2,4	5,0	9,1	12,3

¹ Dati provvisori. ² Maggio-dicembre rispetto alla media del 1989.
 Fonti: FMI, International Financial Statistics; ONU, Economic Commission for Europe; Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche; statistiche nazionali.

dei sussidi a meno del 20% della spesa statale; una graduale liberalizzazione dei prezzi che ha portato al 90% la percentuale dei prezzi determinati dal mercato agli inizi di quest'anno; riforme del sistema tributario, compresa l'introduzione dell'IVA e dell'imposta personale sul reddito; una svalutazione del cambio, insieme alla crescente esposizione dell'economia ai prezzi del mercato mondiale, in seguito al graduale riorientamento degli scambi con l'estero verso i paesi a valute convertibili. Lo scorso anno è stato rimarchevole l'impatto sui prezzi esercitato dai provvedimenti amministrativi, piuttosto che dalle pressioni da eccesso di domanda e/o dei costi salariali. Il deprezzamento effettivo del cambio, insieme a politiche dei redditi per contenere la crescita delle retribuzioni nominali, ha rafforzato la posizione monopolistica delle grandi imprese, che hanno così potuto compensare quasi interamente la riduzione dei sussidi mediante aumenti dei prezzi, principalmente sul mercato interno.

In *Polonia* l'inflazione dei prezzi al consumo è salita a un tasso medio anno di oltre il 30% nel periodo 1980-88, in seguito alle prime iniziative di liberalizzazione dei prezzi intraprese nel 1981-82 e alle forti spinte salariali, dovute in parte all'elevato grado di indicizzazione. I prezzi sono rimasti prevalentemente sotto controllo fino alla metà del 1989, quando sono stati liberalizzati quelli dei generi alimentari. In seguito al rialzo dei costi dell'energia verso la fine di quell'anno, cui si sono aggiunti gli effetti di un crescente squilibrio finanziario, diverse svalutazioni del cambio e perduranti forti spinte salariali, a dicembre il tasso d'inflazione su dodici mesi era salito a quasi il 650%. Di conseguenza, un elemento chiave della politica di liberalizzazione quasi totale dei prezzi, entrata in vigore agli inizi del 1990, è stata l'adozione di un'"ancora nominale". Essa è stata integrata da politiche monetarie e fiscali molto restrittive, sostanziatesi in

Inflazione
in condizioni
di graduale
liberalizzazione
dei prezzi

Riforme dei
prezzi e politiche
di stabilizzazione
in Polonia...

tassi d'interesse reali positivi, in un forte calo nella crescita degli aggregati monetari e creditizi e in un miglioramento del saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche per un equivalente stimato all'11% del PIL. Invero, per spezzare la spirale salari-prezzi-svalutazione le autorità polacche si sono avvalse di due ancora nominali: una moneta parzialmente convertibile con un tasso di cambio fisso nei confronti del dollaro USA (inizialmente per un periodo di sei mesi, poi prolungato) e una direttrice di crescita per le retribuzioni nominali. Questa è stata posta in atto riducendo il grado di indicizzazione dei salari e assoggettando gli aumenti salariali eccessivi a penalizzazioni fiscali fortemente progressive. Unitamente all'azione monetaria e di bilancio, questo duplice approccio ha facilitato la transizione ai prezzi di mercato, e a metà 1990 il tasso d'inflazione su base mensile era sceso al 4-5%.

Anche in *Iugoslavia* il programma di stabilizzazione era imperniato su un cambio nominale fisso (nei confronti del marco) e su una direttrice salariale fiancheggiata da politiche monetarie e fiscali restrittive. Erano altresì previste misure di liberalizzazione dei prezzi e il passaggio a una moneta convertibile. Tuttavia, poiché i problemi ereditati dal passato erano molto più gravi che in Polonia, il programma ha dovuto dare maggior peso alle misure antinflazionistiche piuttosto che alla riforma. Anzitutto il tasso d'inflazione dei prezzi al consumo aveva raggiunto il 2.700% a fine 1989 e, a causa di un'economia a forte propensione inflazionistica e di una debole dinamica economica, la disoccupazione si situava a quasi il 12%. Inoltre, in presenza di un sistema finanziario in cui le banche sono di proprietà delle imprese e la Banca Nazionale, almeno fino ad epoca recente, godeva di un'autonomia assai limitata, si è creato un grado di accondiscendenza monetaria eccezionalmente alto. Come si può osservare nella tabella seguente, le principali fonti di espansione della moneta e del credito in Iugoslavia sono rappresentate dal rifinanziamento dei crediti al settore delle

... e in Iugoslavia

Andamenti monetari in Iugoslavia						
Contributo alla variazione nel totale dei depositi, dati di fine periodo						
Voci	1980-85 ¹	1986	1987	1988	1989	1990 ²
variazioni e punti percentuali						
Circolante e depositi a vista (M ₁)	10,1	29,3	30,3	59,2	482	31,1
Depositi a termine e a risparmio	31,1	55,5	99,1	184,2	1.842	3,8
di cui: in valuta estera	26,3	30,1	82,0	146,8	1.443	1,5
Totale depositi	41,2	84,8	129,5	243,4	2.324	34,9
Crediti sull'interno	41,4	90,2	114,2	230,2	2.373	37,6
Imprese	33,4	62,3	109,2	203,2	1.904	n.d.
di cui: in valuta estera	15,2	19,4	58,2	114,5	1.008	-2,7
Altri settori ³	8,0	27,9	5,0	27,0	470	n.d.
Attività nette sull'estero	-28,8	-31,2	-78,3	-115,9	-555	} -2,7
Altre attività, nette ⁴	28,6	25,8	93,6	129,1	506	
Per memoria:						
quote						
totale depositi/PSL	0,80 ⁵	0,58	0,60	0,68	1,24	n.d.
crediti verso imprese/PSL	0,76 ⁵	0,46	0,49	0,56	0,95	n.d.

¹ Tassi medi su base annua. ² Dati provvisori. ³ Compresi gli investimenti in titoli delle banche.
⁴ Principalmente aggiustamenti di cambio. ⁵ 1980.
 Fonti: Banca Nazionale di Iugoslavia; FMI, International Financial Statistics.

imprese, insieme all'assorbimento da parte della Banca Nazionale delle perdite per svalutazione sulle passività esterne delle imprese e alle plusvalenze da rivalutazione dei depositi in valuta di residenti. A fronte di ciò, un elemento importante del programma di stabilizzazione è consistito nel trasferimento al bilancio pubblico delle sovvenzioni creditizie e delle perdite della Banca sulle operazioni di copertura dei residenti. Sono stati presi inoltre provvedimenti per mantenere in attivo il bilancio delle amministrazioni pubbliche e per rafforzare l'autonomia della Banca Nazionale. Grazie a queste varie iniziative, nell'arco di soli sei mesi il tasso d'inflazione su base mensile era sceso allo 0-1%, ma dava segni di ripresa verso la fine dello scorso anno.

Primi insegnamenti da trarre dal processo di riforma e di transizione

Una delle principali conclusioni che gli sviluppi dello scorso anno consentono di trarre dalla sequenza delle misure di riforma è l'importanza di integrare la liberalizzazione dei prezzi con politiche macroeconomiche restrittive. Sia in Polonia che in Jugoslavia gli *shocks* dei prezzi o il retaggio di un'alta inflazione sono stati assorbiti senza innescare una spirale salari/prezzi, e in Ungheria è stato introdotto un ampio ventaglio di misure senza gravi contraccolpi. Ulteriori insegnamenti, quantunque più incerti, si possono trarre dai problemi che questi tre paesi hanno incontrato nella seconda metà dello scorso anno e dalle esperienze di riforma parziale in altri paesi.

Anzitutto, nei paesi che hanno attuato un vasto programma di riforme il prodotto reale e la domanda non sono riusciti a riprendere slancio dopo le ampie variazioni nei prezzi relativi, e dal lato dell'offerta l'economia ha risposto più lentamente di quanto previsto. Inoltre, benché in termini nominali le retribuzioni siano rimaste al di sotto della direttrice salariale e siano diminuite in termini reali, le imprese hanno traslato sui prezzi gran parte della riduzione dei sussidi. Di conseguenza, in tutti e tre i paesi il tasso mensile d'inflazione sembra essersi consolidato su valori del 3-5%, malgrado la debolezza della domanda e le politiche restrittive. Considerati congiuntamente, questi sviluppi starebbero a indicare che quando le privatizzazioni e i cambiamenti istituzionali non vanno di pari passo con la liberalizzazione dei prezzi, le imprese non sono esposte a pressioni concorrenziali sul mercato interno. Pertanto, esse reagiscono ad una generale restrizione della domanda con tagli alla produzione e cercano di aumentare i prezzi non appena le politiche vengono allentate anche solo temporaneamente.

In secondo luogo, quando le autorità optano per un tasso di cambio fisso la scelta del livello appropriato pone un dilemma. Da un lato, come si è potuto osservare in Polonia e in parte anche in Ungheria, se il cambio è fissato a un livello basso per sostenere la bilancia corrente, la posizione monopolistica delle imprese statali si rafforza e, in assenza di misure compensative, le eccedenze correnti accelerano l'espansione monetaria. D'altro lato, se viene fissato un livello iniziale troppo alto, diventa sempre più difficile per le autorità mantenere ancorato il tasso di cambio nominale senza compromettere la posizione esterna, mentre una rettifica del livello di cambio rischia di incrinare la credibilità del piano di riforma.

Ruolo chiave delle politiche di stabilizzazione, ma...

... problemi nel controllo della dinamica dei prezzi e...

... nella scelta di un tasso di cambio appropriato

Rimedio solo temporaneo allorché permangono problemi fondamentali...

In terzo luogo, in retrospettiva gli sviluppi del 1990 hanno mostrato chiaramente che l'adozione di un'ancora nominale o di riforme parziali in economie in cui i problemi fondamentali sono rimasti irrisolti, rappresenta un rimedio solo temporaneo. La Jugoslavia, ad esempio, ha ottenuto inizialmente uno spettacolare regresso del tasso d'inflazione ed è anche riuscita a rallentare la crescita degli aggregati monetari e creditizi. Tuttavia, il pacchetto di riforme non conteneva misure adeguate ad affrontare il problema delle imprese non redditizie e fortemente indebitate, né quello delle spinte salariali di fondo. Quindi, quando le politiche sono state allentate, la dinamica salariale si è accelerata rapidamente; per coprire le crescenti perdite delle imprese e i sussidi addizionali, i governi locali e le sedi regionali della Banca Nazionale hanno eluso il massimale al credito. Inoltre, di fronte al sensibile deterioramento del saldo corrente, agli inizi di quest'anno il dinaro è stato svalutato in due riprese di quasi il 30% nei confronti del marco, ed è stato bloccato l'accesso ai depositi in valuta delle famiglie e delle imprese.

... o sono attuate riforme solo parziali

Infine, nei paesi meno avanzati nel processo di riforma, l'adozione di misure parziali, più che stimolare la crescita reale, pare aver rafforzato le spinte inflazionistiche e gli squilibri finanziari. Più specificatamente, con la maggiore influenza acquisita dai lavoratori sulle decisioni imprenditoriali, le retribuzioni nominali sono aumentate rispetto alla produttività del lavoro, e la crescente scarsità di beni di consumo ha fatto salire il risparmio delle famiglie in rapporto al reddito (tabella sottostante). La parziale liberalizzazione ha offerto alle imprese maggiori incentivi a trattenere i profitti per autofinanziarsi e, dopo le iniziative tese a decentralizzare le decisioni d'investimento, anche le banche hanno ottenuto maggiore libertà nella concessione di crediti alle imprese. Ma soprattutto, le riforme parziali si sono accompagnate a disavanzi crescenti del settore pubblico, in gran parte finanziati dalla banca centrale. Ciò è particolarmente evidente nell'Unione Sovietica (tabella di pagina 64), dove il finanziamento del disavanzo rappresenta la contropartita singola più importante del forte incremento del rapporto M_2/PIL . In effetti, il credito alle imprese, che prima del 1985 aveva rappresentato un importante fattore di espansione monetaria, pare essere stato "spiazzato" negli ultimi anni.

Andamento dei depositi a risparmio delle famiglie							
Paesi	1970	1975	1980	1985	1988	1989	1990 ¹
	consistenze a fine anno, in percentuale del PMN (PIL) a prezzi correnti						
Bulgaria	37,9	53,2	50,2	61,3	62,4	63,3	n.d.
Cecoslovacchia	20,4	28,7	32,3	39,9	43,8	45,0	n.d.
Jugoslavia	18,2	19,7	22,9	20,5	28,1	58,5	n.d.
Polonia	15,3	22,4	25,1	19,9	15,3	8,2	n.d.
RDT	42,9	47,6	51,5	51,5	56,5	58,5	n.d.
Romania	n.d.	11,1	16,3	17,5	21,8	25,4	30,3
Ungheria ²	12,7	16,8	20,1	22,4	18,7	15,3	15,0
Unione Sovietica	16,1	25,1	34,0	38,2	47,1	50,0	54,3

¹ Dati parzialmente stimati. ² Esclusi i depositi in valute convertibili; discontinuità nella serie dal 1987.
 Fonti: ONU, Economic Commission for Europe e National Accounts; FMI, International Financial Statistics; statistiche nazionali.

Andamenti monetari nell'Unione Sovietica						
Voci	1980-85	1986	1987	1988	1989	1990 ¹
	variazioni percentuali					
M ₁	6,8	7,6	15,7	15,4	14,3	13,4
M ₂	7,5	8,5	14,7	14,1	14,8	15,3
	variazioni in punti percentuali ²					
detenuta da:						
famiglie	5,6	7,3	7,6	8,5	10,9	9,9
imprese	1,9	1,2	7,1	5,6	3,9	5,4
"dovuta a":						
crediti alle imprese	10,8	-18,4	-5,5	-6,2	-2,8	-2,6
crediti alle amministrazioni pubbliche	2,9	6,0	14,7	20,7	17,2	21,9
	in percentuale					
Per memoria:						
disavanzo settore pubblico/PIL	0,4 ³	-6,2	-8,8	-11,0	-9,5	-8,3
M ₂ /PIL	35,5 ⁴	51,2	56,9	61,2	65,5	72,0

¹ Dati provvisori o stimati. ² Contributo alle variazioni di M₂. ³ 1981-85. ⁴ 1980.
Fonte: FMI, Banca Mondiale, OCSE e BERS: "A Study of the Soviet Economy".

Il ruolo del sistema finanziario nel processo di riforma

Lo scorso anno si è sviluppato un intenso dibattito sulla necessità di una stabilizzazione economica, nonché sui tempi e sulla sequenza del processo di riforma. La gamma delle misure più urgenti varia da paese a paese, principalmente in relazione all'entità dell'inflazione palese e repressa, alla posizione esterna e al grado di distorsione dei prezzi relativi. Molta parte dell'attuale dibattito è incentrata sulle privatizzazioni, che rappresentano ovviamente una componente essenziale del processo di transizione. Nondimeno, di fronte al problema degli squilibri finanziari ereditati, di cui si è trattato dianzi, e al pericolo che la loro mancata eliminazione riduca l'efficacia e la sostenibilità delle politiche di stabilizzazione, anche la riforma del sistema finanziario dovrà necessariamente svolgere un ruolo centrale. In effetti, l'esistenza di un sistema finanziario stabile non solo facilita gli altri provvedimenti di riforma, ma potrebbe anche costituire un prerequisito per il loro successo.

Lo sviluppo dei sistemi finanziari nei paesi dell'Europa orientale. Nel modello tradizionale di pianificazione centrale, la moneta svolgeva un ruolo meramente passivo e il sistema finanziario era concepito essenzialmente allo scopo di sorvegliare i flussi di pagamento e di assicurarne la conformità con il piano materiale. La corrispondente struttura istituzionale era altamente centralizzata e consisteva in una banca di Stato che fungeva da banca centrale e da principale banca commerciale, integrata da alcuni istituti specializzati, tra cui una banca per il commercio estero, una banca per gli investimenti, una o più banche preposte a settori speciali, nonché un istituto di risparmio che intratteneva rapporti solo con le famiglie e offriva mutui per abitazioni a tassi d'interesse molto bassi.

La prima tappa della riforma è consistita nella creazione di un sistema bancario a due livelli, in cui sono state dissociate le diverse funzioni della banca di Stato, istituendo alcune banche commerciali che si sono accollate i prestiti in essere e che avrebbero operato in regioni o settori particolari, lasciando tuttavia alla banca di Stato la responsabilità del governo della moneta e del credito.

Necessità di comprendere il sistema finanziario nel processo di riforma

I sistemi finanziari nell'economia pianificata

Primi passi
verso la riforma
finanziaria

La Jugoslavia aveva introdotto un sistema a due livelli già nel 1965, mentre la maggior parte degli altri paesi ha intrapreso questa riforma iniziale non prima del 1987-89, e la Romania solo lo scorso anno. Diversi paesi hanno aggiunto un terzo livello, permettendo la creazione di "nuove" banche (in certi casi anche estere o a partecipazione estera) che non sono oberate dei crediti in sofferenza delle precedenti banche di Stato e la cui operatività non è circoscritta a specifici settori o regioni. Hanno cominciato anche a svilupparsi i mercati di titoli, che offrono alle famiglie un più ampio ventaglio di strumenti di risparmio e forniscono alle autorità mezzi alternativi per il finanziamento dei disavanzi di bilancio e per la conduzione della politica monetaria. L'Ungheria è il paese più avanzato in questo campo. Nel 1983 è stato aperto un mercato obbligazionario e dal dicembre 1988 la Banca Nazionale manovra i tassi d'interesse a breve attraverso regolari aste di buoni del Tesoro. Dal 1988 esistono i certificati di deposito negoziabili e l'estate scorsa è stata riaperta la borsa valori. In Polonia è iniziata quest'anno la contrattazione di titoli azionari e sono state introdotte vendite di strumenti a breve della Banca Nazionale a fini di controllo della liquidità. In entrambi i paesi, tuttavia, i titoli rappresentano solo una quota modesta delle attività finanziarie detenute dal settore privato, e i massimali al credito, insieme al rifinanziamento dei prestiti bancari alle imprese, continuano a rappresentare il principale strumento di controllo monetario.

I restanti
problemi
riguardano ...

Questioni inerenti alla riforma finanziaria. Data l'epoca assai recente cui risalgono i cambiamenti nel sistema bancario e lo stadio tuttora embrionale dei mercati mobiliari, i sistemi finanziari si dibattono in molteplici problemi. Il rischio più grave per la stabilità del sistema è probabilmente rappresentato dal portafoglio di crediti in sofferenza verso le imprese detenuto dalle banche commerciali. Secondo un'indagine ufficiale, in Ungheria a fine 1989 tali crediti ammontavano ad almeno il 28% - e forse addirittura al 44% - dei prestiti sull'interno ad imprese, di cui quasi il 30% imputabile a un ristretto numero di aziende strutturalmente insolventi. Dati analoghi sono rilevabili per la Jugoslavia, che ha istituito recentemente un nuovo ente per la ristrutturazione delle banche. D'altro canto, la Romania ha optato per la cancellazione di tre quarti dei crediti alle imprese a fronte di depositi dell'amministrazione pubblica. Data l'entità dei crediti non esigibili e il rischio che ne deriva per l'intero sistema finanziario, può rendersi in definitiva necessaria una ripartizione dell'onere tra banche e settore pubblico, malgrado il livello già elevato del debito pubblico nella maggior parte dei paesi e quindi l'esigenza di contenere le dimensioni dei disavanzi di bilancio.

... lo stock
di crediti
in sofferenza ...

... i mutui
ipotecari a bassi
tassi d'interesse ...

Un problema correlato è quello degli istituti di risparmio che detengono quasi l'intero stock di prestiti a lungo termine per le abitazioni a tassi d'interesse fissi molto bassi. Nei paesi che hanno innalzato i tassi nominali e reali, tali istituti incontrano le stesse difficoltà in cui sono incorse le casse di risparmio statunitensi agli inizi degli anni ottanta. La Polonia ha risolto il problema riformulando i contratti in essere ed elevando i tassi ipotecari, mentre l'Ungheria ha creato uno speciale fondo-casa che ha alleggerito le banche dei mutui ipotecari, sostituendoli con titoli di Stato. Tuttavia, come nella maggior parte degli altri paesi che coprono il margine negativo sui tassi passivi mediante contributi statali, permane l'esigenza di trasferimenti di bilancio a favore di taluni prenditori finali o dei fondi per l'edilizia abitativa.

In diversi paesi si sono accumulati negli ultimi anni risparmi involontari che comportano il rischio di un eccesso di domanda e di spinte inflazionistiche. In certa misura questo sovraccumulo di potenziale monetario può essere visto come la contropartita dello stock di prestiti non remunerativi e il segno evidente di gravi distorsioni nell'allocazione del capitale. L'Unione Sovietica ha cercato recentemente di drenare l'eccesso di liquidità, dichiarando fuori corso le banconote di taglio elevato. Un'alternativa è quella di offrire alle famiglie attività finanziarie più attraenti, ma meno liquide, e questa soluzione può trovare applicazione allorché i mercati mobiliari abbiano assunto un'importanza maggiore e il processo di privatizzazione sia avviato.

... i risparmi involontari...

I "problemi di stock", trattati dianzi, sono riconducibili alle varie deficienze del sistema precedente, e in particolare alla mancanza di incentivi al risparmio e alla prassi di distribuire finanziamenti senza tenere adeguatamente conto della redditività dell'investimento sottostante. In considerazione dell'ingente fabbisogno di investimenti nella maggior parte dei paesi, un importante obiettivo della riforma finanziaria dovrà essere la creazione di incentivi per mobilitare il risparmio e incanalarlo verso i settori che offrono i più alti tassi reali di rendimento. Nel 1990, Ungheria, Polonia e Jugoslavia hanno liberalizzato i tassi d'interesse, e altri paesi dell'Europa orientale hanno preso provvedimenti analoghi quest'anno. Tuttavia, in assenza di strumenti basati sul mercato, è risultato difficile mantenere positivi i tassi reali, specie in periodi di rapida accelerazione della dinamica dei prezzi. Inoltre, a causa dei lenti progressi compiuti nella ristrutturazione delle imprese e delle difficoltà nell'imporre un "vincolo di bilancio duro", non si può fare affidamento sui tassi d'interesse come strumento per un'efficiente allocazione del credito.

... l'assenza di incentivi al risparmio e di un "vincolo di bilancio duro" ...

Tuttavia il problema non consiste soltanto nell'accrescere la reattività della domanda di credito ai tassi d'interesse. Poiché i cambiamenti in campo finanziario sono per lo più molto recenti, difettano in generale una gestione efficiente e un'esperienza adeguata nell'istruire e valutare le richieste di prestito. Solo alcuni paesi sono riusciti finora ad adottare e applicare moderni criteri contabili regolamentativi e di vigilanza. Dati i rischi che anche solo pochi casi di insolvenza comportano per l'intero sistema, si tratta senza dubbio di un'esigenza pressante, e per affrontare questi problemi sono stati intrapresi progetti congiunti con alcune banche centrali occidentali.

... il vaglio e il controllo dei prestiti ...

Un altro problema ereditato è costituito dalla forte segmentazione del sistema bancario e dal conseguente basso grado di diversificazione del rischio. Nonostante l'allentamento delle precedenti restrizioni all'attività creditizia, la maggior parte dei prestiti concessi dalle banche commerciali del secondo livello presenta una forte concentrazione per regione o settore. Inoltre, benché la maggior parte delle banche commerciali possa ora competere nella raccolta, la massa dei depositi delle famiglie si trova tuttora presso le casse di risparmio, con il risultato che il principale canale di provvista delle banche commerciali è il rifinanziamento dei crediti alle imprese presso la banca centrale.

... la segmentazione del mercato ...

Anche nei paesi in cui il processo di riforma ha raggiunto uno stadio più avanzato, il sistema finanziario è fortemente concentrato e risente della mancanza di concorrenza. Il problema è collegato in parte a quello della segmentazione e in parte al modo in cui sono state istituite le banche del secondo livello,

... la mancanza di concorrenza ...

e la scarsa concorrenza è rispecchiata dai margini d'interesse eccezionalmente ampi. La redditività del capitale proprio è molto alta se confrontata con quella delle banche nei paesi industriali, ma in certa misura ciò deriva da una base patrimoniale modesta e da discutibili pratiche contabili.

... e un assetto proprietario problematico

L'attuale assetto proprietario delle banche è anch'esso causa di problemi. In diversi paesi, e in particolare in Jugoslavia, le imprese non finanziarie detengono un'ampia quota del capitale proprio delle banche, creando un elevato rischio di "insider lending". In uno dei paesi, il capitale azionario è in gran parte detenuto dalla banca centrale e ciò può essere in conflitto con le sue funzioni di rifinanziamento e di regolamentazione. In altri paesi, è lo Stato il maggiore azionista, con il rischio che vengano erogati finanziamenti eccessivi a favore di progetti che esso giudica prioritari. La maggior parte delle banche è inoltre sottocapitalizzata. Bulgaria, Ungheria, Polonia e Jugoslavia hanno adottato (o proposto) coefficienti patrimoniali minimi, ma molte banche non soddisfano tali requisiti e necessitano di nuovi apporti di capitale.

Ma soprattutto, insufficiente controllo monetario riconducibile...

L'ultimo e forse più cruciale problema riguarda la capacità della banca centrale di esercitare un effettivo controllo sulla crescita degli aggregati monetari e creditizi. Come si è riferito in precedenza, una fonte primaria di eccessiva crescita della massa monetaria è rappresentata dal finanziamento dei disavanzi di bilancio da parte della banca centrale, e un requisito essenziale è quello di svincolare la banca centrale dall'obbligo di finanziare gli squilibri fiscali. In questo senso la Polonia è il paese che si è spinto più avanti, vietando per legge alla Banca Nazionale di finanziare i disavanzi pubblici e le perdite delle imprese statali. Per contro, in Unione Sovietica la banca di Stato ha un'autonomia molto limitata e le banche centrali sono generalmente vincolate dallo stadio rudimentale dei mercati finanziari e dalla fragile situazione delle banche commerciali.

... ai disavanzi statali...

... ai mercati informali del credito...

Un altro aspetto del controllo monetario riguarda il mercato informale del credito. In alcuni paesi la quota dei crediti interaziendali va da un terzo a metà del credito totale, e l'espansione di questi finanziamenti ha spesso vanificato i tentativi di inasprire la politica monetaria. Lo scorso anno la Polonia è riuscita a ridurre i crediti interaziendali, mentre essi sono ulteriormente aumentati in Ungheria e Cecoslovacchia, nell'ultimo caso soprattutto dopo la riforma dei prezzi agli inizi di quest'anno. La soluzione di questo problema dipende in parte dalla creazione di un più efficiente sistema di pagamenti, integrato da norme di vigilanza più stringenti; tuttavia, poiché siffatti crediti sono spesso involontari e connessi ad arretrati, essa dipenderà anche dall'adozione di procedure fallimentari chiaramente definite.

... e all'assenza di responsabilità economica

Ma soprattutto, un efficace controllo della moneta si basa sull'istituzione di un sistema di gestione delle banche commerciali nel quale i crediti siano accordati solo a operatori economici responsabili. Gli sviluppi precedenti mostrano chiaramente come l'assenza di responsabilità economica conduca a gravi distorsioni nell'allocazione del credito e del capitale reale e, in definitiva, a una più lenta crescita economica, nonché a squilibri finanziari crescenti. Nello stesso tempo, è probabile che l'introduzione di una maggiore disciplina finanziaria sia l'ambito di riforma destinato a incontrare gli ostacoli più seri, poiché essa potrà realizzarsi solo di pari passo con la trasformazione e privatizzazione del settore delle imprese.

IV. Il commercio e i pagamenti internazionali

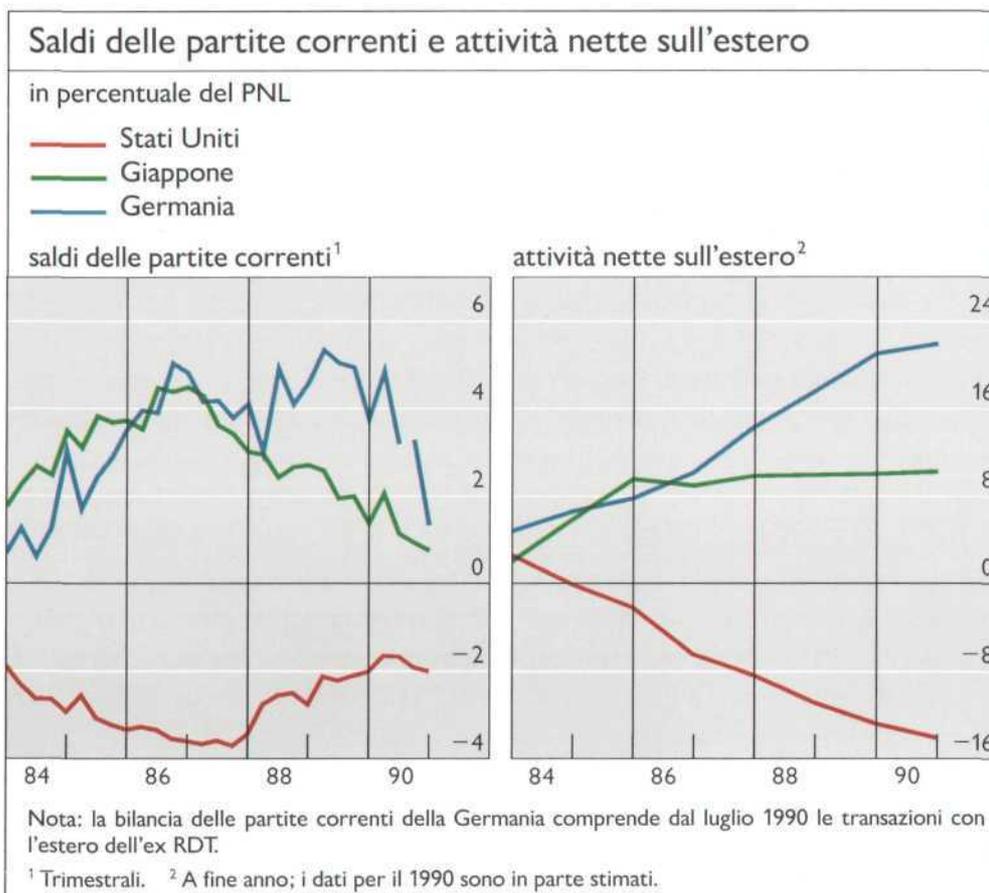
Aspetti salienti

Lo scorso anno, l'aggiustamento esterno è stato molto facilitato dalla progressiva desincronizzazione della domanda nelle principali economie. La concomitanza della perdurante sostenutezza in Giappone, del *boom* tedesco, intensificato dall'unificazione, e della recessione negli Stati Uniti e nel Regno Unito ha fortemente contribuito a ridurre i maggiori squilibri fra i paesi industriali. A fine anno, le eccedenze di parte corrente di Germania e Giappone erano entrambe scese a circa l'1% del PNL, rispetto ai massimi di circa il 4-5%. Se da un lato i dati per il primo trimestre 1991 mostrano che l'eccedenza tedesca è stata eliminata, vi sono però indicazioni che quella giapponese ha ripreso ad ampliarsi. Il disavanzo USA ha continuato a contrarsi leggermente, passando all'1,8% del PNL, poiché le esportazioni hanno subito un nuovo forte aumento e la recessione ha contenuto la crescita delle importazioni di merci. Si è altresì avuto un netto miglioramento nella bilancia USA dei redditi da investimento, in gran parte ascrivibile alla forte diminuzione degli utili delle società estere operanti negli Stati Uniti. Fattori analoghi hanno ridotto il disavanzo britannico di oltre l'1% del PNL.

Per contro, negli altri paesi industriali gli aggiustamenti sono stati di minore entità. In particolare, vari paesi europei hanno registrato ampi e crescenti disavanzi. Negli ultimi anni, la partecipazione agli Accordi di cambio dello SME per alcuni paesi, e il perseguimento di obiettivi di cambio nominale in altri, hanno indubbiamente accresciuto la stabilità dei rapporti di cambio nominali in Europa. Ciò nonostante, in assenza di una piena convergenza dei saggi d'inflazione, alcuni tassi di cambio reali hanno mostrato la tendenza a divergere considerevolmente. Lo scorso anno vi sono state indicazioni che importanti variazioni nella posizione competitiva hanno iniziato a intaccare l'equilibrio esterno in un certo numero di paesi europei.

Nel 1990 è nuovamente emersa la tendenza dei paesi con elevato tasso d'interesse e ad alta inflazione ad attrarre afflussi di capitali privati in misura nettamente superiore ai disavanzi (spesso ampi) di parte corrente. Tuttavia, i flussi internazionali di portafoglio si sono fortemente ridotti per la prima volta dal 1985, in quanto è andata scemando l'attrattiva del mercato USA e le istituzioni finanziarie giapponesi si sono mostrate meno propense a collocare fondi all'estero.

L'aspetto più preoccupante è comunque costituito dalla crescente difficoltà incontrata dai paesi dell'Europa orientale nell'attrarre capitale estero di fonte privata. Con il progressivo aggravarsi della crisi economica e politica nell'Unione Sovietica, le banche sono divenute sempre più riluttanti a erogare ulteriori crediti sprovvisti di garanzie dei governi occidentali. Allorché, all'inizio di quest'anno, la Bulgaria ha cessato il servizio del debito estero, la non disponibilità



delle banche a concedere prestiti è andata estendendosi alla maggior parte dell'Europa orientale. Il vecchio sistema d'interscambio del Comecon ha iniziato a sgretolarsi, privando i paesi dell'Est europeo dei facili mercati di sbocco sovietici e costringendoli a pagare prezzi molto più elevati per le importazioni di petrolio dall'URSS.

La breve, per quanto forte, impennata dei prezzi mondiali del greggio durante la crisi del Golfo ha temporaneamente aumentato gli introiti da esportazioni dell'Unione Sovietica e degli altri esportatori di petrolio, ma il rialzo dei prezzi è stato di troppo breve durata per avere un effetto protratto sull'assetto dei pagamenti internazionali. Nondimeno, vi sono indicazioni secondo cui per taluni paesi in via di sviluppo (compresi alcuni esportatori di petrolio dell'America Latina) che avevano perseguito politiche di riforma economica cominciava ad essere più facile attrarre capitali privati dall'estero. L'aumento degli investimenti diretti, l'accresciuto interesse degli investitori esteri per il mercato azionario interno, le nuove emissioni obbligazionarie internazionali e il credito bancario sono tutti fattori che hanno contribuito a quest'evoluzione.

Il commercio mondiale

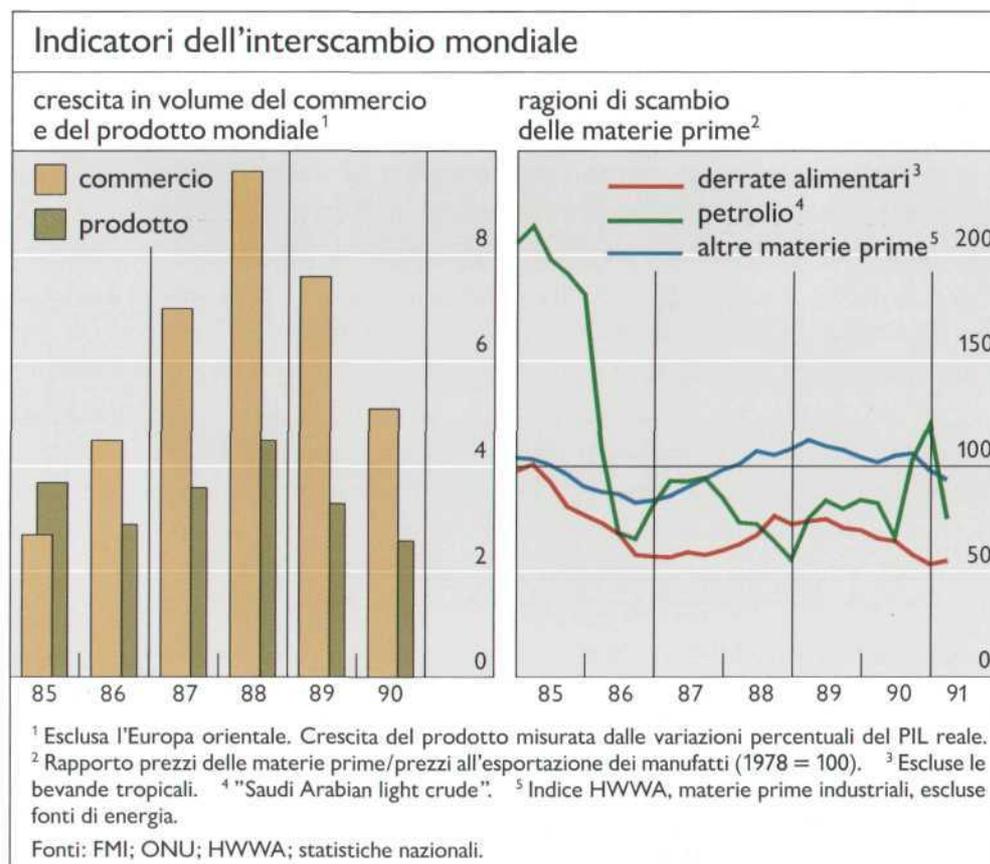
Minore crescita delle importazioni quasi ovunque

Il rallentamento dell'attività economica nella maggior parte dei paesi industriali, nonché l'inizio della recessione in alcuni di essi, hanno causato lo scorso anno una progressiva decelerazione delle loro importazioni in termini reali. L'eccezione più rilevante a questa tendenza è stata la Germania, il cui volume d'importazioni si è espanso di circa il 15% fra il quarto trimestre 1989 e il quarto trimestre

1990. Nello stesso periodo, la crescita delle importazioni negli altri paesi industriali è rallentata ad appena l'1% circa. Complessivamente, le quantità importate dai paesi industriali – compresa la Germania – sono aumentate di quasi il 6% per l'insieme del 1990. Quanto ai paesi in via di sviluppo (PVS), gli esportatori di petrolio (esclusi Kuwait e Irak) sono stati in grado di accrescere le proprie importazioni più rapidamente che nell'anno precedente (Capitolo III). Anche il volume medio delle importazioni delle economie di recente industrializzazione (NIEs) dell'Asia è fortemente cresciuto fino alla metà del 1990, ma in seguito sembra essersi stabilizzato. Nei restanti paesi, le importazioni in termini reali sono nettamente rallentate. Escludendo l'interscambio Comecon, lo scorso anno la crescita del commercio mondiale è scesa al 5%, contro il 7% del 1989. L'interscambio Comecon pare essersi ridotto di circa il 15%, giacché ha iniziato a disgregarsi il sistema di accordi commerciali bilaterali speciali fra l'Unione Sovietica e i paesi consociati dell'Europa orientale.

Le ragioni di scambio fra paesi industriali e PVS sono state soggette a due influssi contrastanti. Come illustrato più dettagliatamente nel Capitolo III, i prezzi in dollari dei quattro principali gruppi di materie prime non petrolifere sono calati, nonostante il deprezzamento del dollaro; a seguito del pronunciato aumento dei prezzi all'esportazione dei manufatti, le ragioni di scambio per le materie prime si sono deteriorate. D'altra parte, nel 1990 i prezzi del greggio sono aumentati, in termini reali, di circa il 17-18%. Nel contempo, l'instabilità si è enormemente accresciuta in quanto i mercati petroliferi hanno dovuto far fronte sia a importanti mutamenti a medio termine nella domanda di greggio sia al conflitto in Medio Oriente.

Calo generalizzato dei prezzi delle materie prime diverse dal petrolio



Interscambio petrolifero mondiale ¹						
Paesi e aree	1973-74	1979-80	1985	1988	1989	1990
	in milioni di barili al giorno					
Paesi industriali	26,0	25,1	15,9	19,1	20,4	20,7
Paesi importatori	23,9	25,0	17,8	21,2	22,1	22,6
di cui:						
Stati Uniti	6,1	7,3	4,4	6,6	7,1	7,1
Giappone	5,2	5,1	4,1	4,5	4,8	5,0
Europa occidentale	11,7	11,6	8,9	9,5	9,6	9,8
Paesi esportatori	2,1	0,1	- 1,9	- 2,1	- 1,7	- 1,9
Canada	- 0,2	0,1	- 0,3	- 0,4	- 0,2	- 0,3
Norvegia	0,1	- 0,2	- 0,6	- 0,9	- 1,3	- 1,4
Regno Unito	2,2	0,2	- 1,0	- 0,7	- 0,2	- 0,2
PVS non OPEC	2,7	2,5	0,2	0,7	1,0	1,1
di cui:						
NIEs dell'Asia e altri ²	1,1	1,7	1,5	2,2	2,3	2,5
Ex economie pianificate	- 0,5	- 1,2	- 1,9	- 2,2	- 1,9	- 1,7
OPEC ³	-29,4	-26,8	-13,8	-17,7	-19,4	-20,6

Nota: i dati notificati solo in tonnellate sono stati convertiti in base a un fattore di 7,1 barili a tonnellata per il greggio e 8,1 barili a tonnellata per i prodotti derivati. Trattandosi soltanto di un'approssimazione, la somma dei singoli paesi può non coincidere con i totali di area.

¹ Importazioni nette (- = esportazioni nette). ² Compresa le Filippine e la Thailandia. ³ Più Oman e Bahrain.

Fonti: International Energy Agency; Nazioni Unite; statistiche nazionali; dati dell'industria petrolifera.

Il petrolio

Rinnovata dipendenza dall'OPEC

Una tendenza di fondo di una certa importanza è costituita dalla rinnovata dipendenza dei paesi industriali dal petrolio di produzione OPEC. Tutti i paesi industriali salvo tre sono importatori netti di greggio, e tale gruppo lo scorso anno ha importato 22,6 milioni di barili al giorno, ammontare superiore di un quarto a quello del 1985 e non molto inferiore ai livelli registrati durante la prima crisi petrolifera (si veda la tabella soprastante). Questo aumento è dovuto in gran parte al forte incremento delle importazioni USA. Una ragione di ciò è che i più bassi corsi petroliferi dalla metà degli anni ottanta hanno contribuito a deprimere la produzione statunitense di greggio, relativamente costosa: fra il 1985 e il 1990 quest'ultima è diminuita di circa il 15%. In secondo luogo, il consumo petrolifero per unità di prodotto negli Stati Uniti è disceso meno che negli altri paesi industriali. Di conseguenza, nel 1990 le importazioni nette USA di greggio in termini reali sono state superiori di circa il 60% a quelle del 1985. Inoltre, negli ultimi anni si è fortemente accresciuta la domanda dei PVS, segnatamente nelle NIEs asiatiche. Poiché le esportazioni nette dei paesi industriali produttori di petrolio (Canada, Norvegia e Regno Unito) sono rimaste nel complesso relativamente stabili e le esportazioni sovietiche sono diminuite, la parte preponderante di questa domanda addizionale è stata soddisfatta dai membri OPEC.

L'incremento della produzione di petrolio ...

Nondimeno, negli ultimi anni ottanta la capacità produttiva OPEC non era ancora pienamente sfruttata e si rivelava difficile concordare limiti alla produzione, in quanto i prezzi erano ancora relativamente bassi, benché in

umento, e taluni membri avevano un forte fabbisogno di valuta estera. Di conseguenza, nel 1989 la produzione OPEC si è considerevolmente espansa; tuttavia, i prezzi hanno continuato ad aumentare: nel dicembre 1989 il prezzo medio del greggio importato aveva toccato quasi \$ 19 al barile, contro i circa \$ 15 di un anno prima.

Tuttavia agli inizi del 1990 gli ulteriori incrementi dell'offerta – specie dal Medio Oriente – hanno cominciato ad incidere pesantemente sui prezzi. A giugno, questi erano scesi in media a meno di \$ 15 al barile. Ciò nonostante, le aspettative che un nuovo accordo OPEC avrebbe raffrenato l'offerta hanno condotto a una sostanziale ripresa dei corsi ben prima dell'invasione irachena del Kuwait del 2 agosto. La rapida imposizione di un embargo delle Nazioni Unite sulle forniture controllate dall'Irak ha di fatto privato i mercati petroliferi mondiali di due fra i principali esportatori che, alla vigilia dell'invasione, totalizzavano oltre un quarto della produzione complessiva mediorientale. I prezzi del greggio sono saliti fortemente. Benché un incremento della produzione negli altri paesi abbia rapidamente sostituito gran parte della produzione mancata di Irak e Kuwait, la minaccia che l'incombente conflitto potesse sconvolgere la produzione in Arabia Saudita e nei paesi confinanti ha esercitato una forte pressione al rialzo sui prezzi "spot".

A differenza di quanto accaduto in occasione dello *shock* petrolifero della fine degli anni settanta – allorché i prezzi del greggio aumentarono per diversi mesi prima di stabilizzarsi a un livello che appariva sostenibile – lo scorso anno vi erano diffuse aspettative che il rincaro del petrolio sarebbe rientrato abbastanza rapidamente. Infatti, verso la fine dell'anno, poiché la produzione mondiale di greggio aveva sopravanzato i valori pre-invasione e le scorte di terra avevano raggiunto il livello massimo dal 1981, i prezzi sono nettamente diminuiti. A causa della rapida evoluzione della guerra agli inizi del 1991 e dei limitati danni arrecati agli impianti di produzione del petrolio al di fuori dell'Irak e del Kuwait, i corsi del greggio sono ulteriormente calati, ridiscendendo nei primi mesi del 1991 ai livelli antecedenti l'invasione.

L'Uruguay Round

La tornata di negoziati GATT nota come "Uruguay Round", avviata nel settembre 1986, è stata aggiornata senza raggiungere un accordo nel dicembre 1990, data prevista originariamente per la sua conclusione. Inizialmente, essa si prefiggeva obiettivi di vasta portata. Mentre nelle tornate precedenti si era cercato di liberalizzare il commercio in aree già da tempo oggetto di negoziazione, nell'ultima si sono affrontati ambiti altamente conflittuali che erano stati in precedenza accantonati: agricoltura, servizi, diritti di proprietà intellettuale e investimento diretto all'estero. Fra gli obiettivi del "Round" figurava anche l'elaborazione di norme più esplicite nelle "zone grigie" delle sempre più utilizzate restrizioni non tariffarie, come i dazi compensativi e *anti-dumping*, nonché le limitazioni "volontarie" all'esportazione.

Il mancato rispetto del calendario originario non preclude tuttavia necessariamente il conseguimento di almeno alcuni tra gli obiettivi dell'Uruguay Round: certi progressi sono già stati fatti. In primo luogo, le procedure di composizione delle controversie sono state ampliate e semplificate. Inoltre, la sorveglianza del

... deprime infine i prezzi

La crisi del Golfo determina un rincaro ...

... che si rivela temporaneo

I negoziati commerciali vanno in stallo

Ottenuti alcuni risultati ...

... ma perman-
gono molte
barriere

GATT sulle politiche commerciali nazionali è stata rafforzata con il nuovo "Trade Policy Review Mechanism", in base al quale le pratiche commerciali dei paesi membri sono soggette a un'approfondita disamina multilaterale. Tuttavia, mentre diversi PVS hanno compiuto importanti progressi verso una maggiore liberalizzazione del commercio, la maggior parte delle barriere non tariffarie erette dai paesi industriali resta in vigore. Questi provvedimenti "temporanei" in molti casi non prevedono una scadenza automatica e sono per lo più bilaterali, non soltanto discriminando fra i fornitori esteri ma incoraggiando anche una connivenza bilaterale nell'indebolire il sistema commerciale multilaterale. I PVS sono particolarmente colpiti da tali misure. Le statistiche UNCTAD indicano che nel 1990 un quarto delle importazioni dei paesi industriali di manufatti prodotti nei PVS era soggetto a un'ampia gamma di barriere non tariffarie, contro il 15% soltanto per le loro importazioni da altri paesi industriali. La tendenza da parte di questi ultimi verso forme di commercio regolamentato può difficilmente considerarsi accettabile ora che molti PVS, nonché le nascenti economie di mercato nell'Europa orientale, sono impegnati a creare regimi di interscambio aperti e integrati per sostenere l'aggiustamento strutturale e promuovere l'efficienza economica, spesso su sollecitazione dei paesi industriali loro creditori.

Il pericolo
di un fallimento

Qualora questa tornata negoziale si concludesse senza ampliare l'ambito del GATT o risolvere il problema delle nuove barriere all'interscambio, ciò non intaccerebbe nell'immediato il sistema del commercio internazionale. Tuttavia, se non sarà raggiunto un accordo multilaterale efficace, i blocchi commerciali – che hanno assunto maggiore importanza negli ultimi anni – potrebbero essere indotti a risolvere da sé i problemi, esponendo gli scambi mondiali a gravi rischi protezionistici.

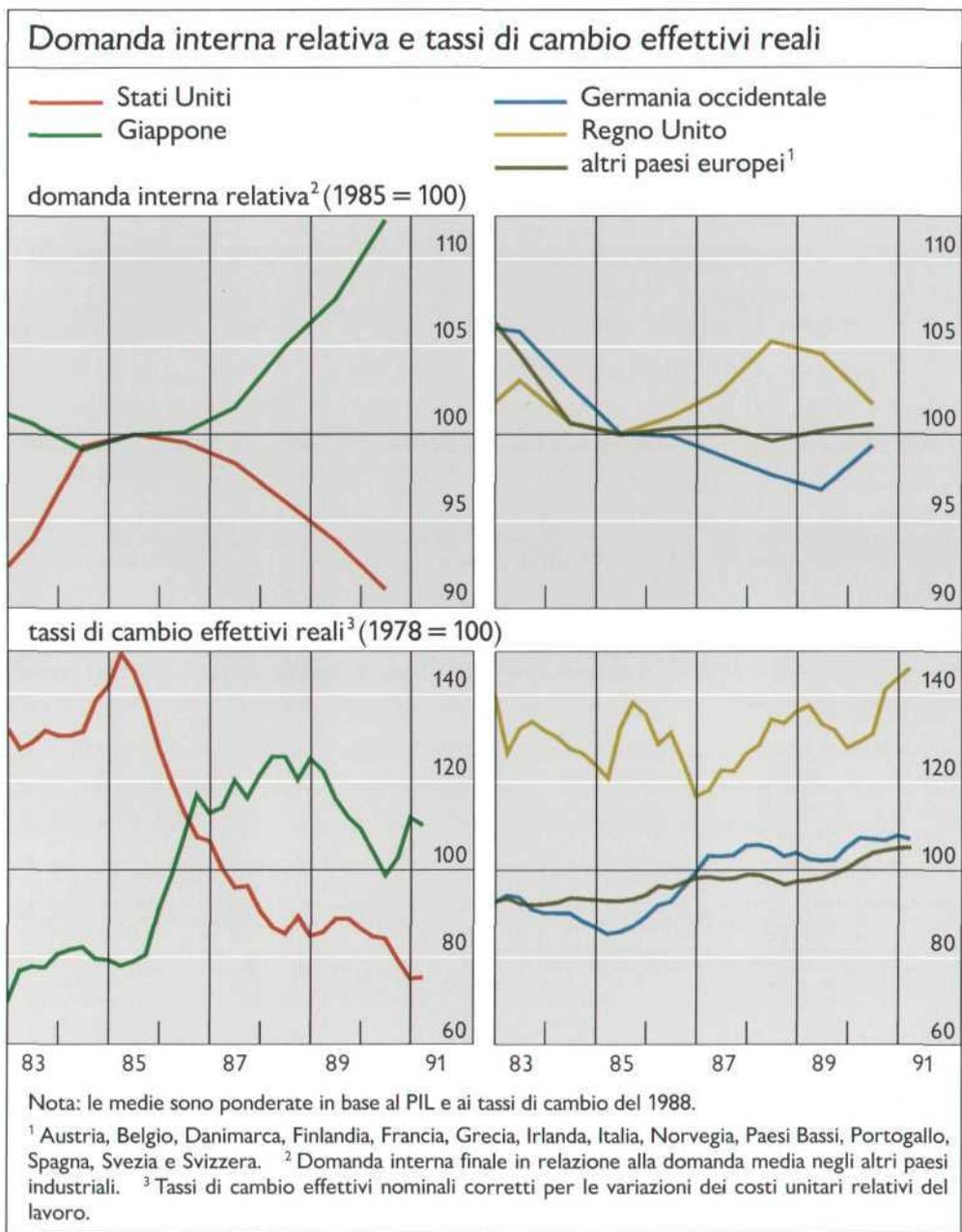
La riduzione degli squilibri statunitense e giapponese

La desincronizza-
zione della
domanda
favorisce l'aggiu-
stamento ...

Tre fattori hanno determinato gli andamenti di parte corrente delle due principali economie nel 1990. In primo luogo, i differenziali di crescita della domanda interna hanno continuato a favorire l'espansione sia delle esportazioni USA sia delle importazioni giapponesi; in effetti, nel 1990 i differenziali di domanda si sono ulteriormente ampliati, in quanto gli Stati Uniti sono entrati in recessione negli ultimi mesi dell'anno, mentre in Giappone la crescita è proseguita vigorosa (si veda il grafico seguente). In secondo luogo, il deterioramento della competitività USA in termini di costi nella prima metà del 1989 è stato modesto e di breve durata. Il tasso di cambio effettivo reale del dollaro ha nuovamente iniziato a deprezzarsi al termine del 1989, e a fine 1990 era sceso alla metà rispetto al suo massimo di inizio 1985. Per contro, fino alla metà del 1990 il tasso di cambio dello yen si è mosso in direzione sfavorevole all'aggiustamento esterno, per lo più a causa di forti cali rispetto alle valute europee. Successivamente, lo yen si è ripreso, ma al termine dell'anno il suo tasso di cambio effettivo reale era ben inferiore ai livelli raggiunti in passato. Infine, contrariamente agli anni precedenti (e in contrasto con i cambiamenti di fondo a medio termine nelle posizioni patrimoniali nette sull'estero), lo scorso anno le variazioni negli esborsi netti a titolo di redditi di capitale hanno contribuito a un'ulteriore riduzione degli squilibri.

... come pure
il deprezzamento
del dollaro ...

... mentre lo yen
resta debole



Benché ciò sia in parte imputabile al calo dei tassi d'interesse sulle attività denominate in dollari rispetto ai rendimenti della maggior parte degli strumenti non denominati in questa moneta, la causa principale è stata la flessione del reddito da investimenti diretti esteri, sia sugli investimenti esteri negli Stati Uniti che su quelli giapponesi all'estero. Tuttavia, va ricordato che le stime sul reddito da investimenti diretti sono fra i dati statistici di parte corrente meno affidabili, in quanto i metodi di raccolta, l'ambito di rilevazione e le convenzioni contabili differiscono notevolmente da paese a paese. Un indicatore della portata del problema è dato dalla discrepanza fra le cifre aggregate notificate per gli introiti e per gli esborsi a titolo di reddito da investimenti diretti. Nel 1989 (ultimo anno per il quale sono disponibili dati mondiali) i redditi aggregati da investimenti diretti sono ammontati a \$ 107 miliardi, mentre i pagamenti hanno totalizzato \$ 79 miliardi, con una discrepanza quindi di circa \$ 28 miliardi.

Stati Uniti

Lo scorso anno, il disavanzo USA di parte corrente si è ridotto di quasi \$ 11 miliardi. Questo calo è in gran parte ascrivibile a un aumento di \$ 8^{1/2} miliardi nei redditi netti da investimenti. Il disavanzo commerciale è diminuito di soli \$ 6 miliardi. Tuttavia, a seguito della crisi del Golfo, i trasferimenti netti all'estero sono aumentati considerevolmente. Dato che la maggior parte dei costi sostenuti dagli USA nel conflitto – sia interni che esterni – dovranno essere finanziati da governi esteri, è probabile che nella prima metà del 1991 gli Stati Uniti siano beneficiari di consistenti trasferimenti dall'estero, con la conseguenza di un illusorio miglioramento della bilancia corrente.

Cospicuo
aggiustamento
del disavanzo
USA in termini
reali...

Il disavanzo commerciale ha segnato un'ulteriore contrazione, nonostante un incremento di \$ 11 miliardi nella fattura petrolifera, dovuto per lo più all'aumento dei prezzi del greggio. Lo scorso anno, il disavanzo commerciale non petrolifero (sia nominale sia a prezzi costanti) è diminuito di circa \$ 17 miliardi, in quanto le quantità esportate hanno continuato a espandersi più rapidamente di quelle importate e le ragioni di scambio per i prodotti non petroliferi sono rimaste pressoché invariate.

...dovuto all'au-
mento delle
esportazioni...

Nel 1990 le esportazioni non agricole sono aumentate in termini reali del 10%, mostrando una buona tenuta nel corso dell'intero anno. Benché inferiore a quello registrato nel 1989, questo incremento ha sopravanzato la crescita dei mercati d'esportazione statunitensi (indebolita in particolare dalla recessione canadese): la penetrazione USA nei mercati esteri è quindi nuovamente aumentata nel 1990. Le esportazioni di prodotti manufatti finiti sono state particolarmente sostenute. Per contro, le esportazioni agricole sono diminuite, in quanto il calo dei prezzi ha più che compensato il leggero incremento di volume.

Stati Uniti: saldo delle partite correnti						
Voci	1986	1987	1988	1989	1990	
					anno	quarto trimestre ¹
in miliardi di dollari USA						
Saldo delle partite correnti	-145,4	-162,3	-128,9	-110,0	- 99,3	-111,0
Bilancia commerciale	-145,1	-159,5	-127,0	-114,9	-108,7	-115,4
Redditi netti di capitale	11,0	5,3	1,6	- 0,9	7,5	17,1
Altri servizi	4,7	6,5	11,5	20,5	22,9	23,8
Trasferimenti	- 16,0	- 14,6	- 15,0	- 14,7	- 21,1	- 36,4
<i>Per memoria:</i>						
importazioni petrolifere	34,4	42,9	39,6	50,9	62,1	74,8
bilancia commerciale non petrolifera ²	- 95,5	- 79,5	- 36,9	- 19,5	- 2,7	3,8
variazioni percentuali						
volumi esportati	6,2	16,2	22,4	11,4	8,8	8,4 ³
volumi importati	12,4	6,5	6,7	6,1	3,7	- 0,7 ³
ragioni di scambio	3,0	- 6,1	2,4	- 1,8	- 1,8	- 8,0 ³

¹ Su base annua destagionalizzata. ² A valori unitari dell'interscambio costanti in base 1982. ³ Variazione sul quarto trimestre 1989.

La crescita su base annua delle importazioni non petrolifere in termini reali è scesa da circa il 6% nel primo trimestre 1990 ad appena il 2% nell'ultimo trimestre. Le importazioni di beni d'investimento (che nei tre anni precedenti erano aumentate al tasso medio annuo del 16%) si sono espanse di meno del 4% in termini nominali, in presenza di una spesa per investimenti fissi stagnante. Analogamente, la debolezza della domanda complessiva delle famiglie ha depresso l'importazione di beni di consumo, che in valore è aumentata di poco più del 3%, a fronte di un saggio medio di crescita del 9% nel periodo 1987-89.

... e al rallentamento delle importazioni non petrolifere

Il miglioramento della competitività USA ha altresì stimolato l'esportazione di servizi: l'eccedenza della bilancia dei servizi non di capitale (escluse le transazioni militari e governative) è salita da \$ 4 miliardi nel 1985 a \$ 28 miliardi nel 1989, e a quasi \$ 31 miliardi lo scorso anno. In questo periodo, gli introiti per turismo hanno segnato un aumento particolarmente forte.

Migliorano le partite invisibili...

La bilancia dei redditi da investimenti, che nel 1989 aveva registrato un leggero disavanzo, ha segnato lo scorso anno un attivo di \$ 7,5 miliardi, quasi interamente ascrivibile a un calo di circa \$ 10 miliardi nei pagamenti per reddito da investimenti diretti esteri (IDE) negli Stati Uniti. Questa repentina flessione sembra essere stata in ampia misura di natura congiunturale. La caduta dei pagamenti, di riflesso ai ridotti profitti e a consistenti perdite in conto capitale, è stata particolarmente accentuata nel settore non manifatturiero, cui è ascrivibile circa la metà del totale degli IDE.

... specialmente per i redditi di capitale...

... di riflesso a fattori congiunturali...

Tuttavia, il debole andamento degli introiti da investimenti diretti appare anche imputabile a fattori più strutturali. All'inizio degli anni ottanta, il rendimento medio degli IDE negli Stati Uniti era di circa il 12,5%; nel 1989, esso era sceso al 3,8%. Fra i principali investitori, i soggetti giapponesi hanno avuto nel periodo considerato i rendimenti più bassi. Lo scorso anno, la recessione ha fatto scendere il rendimento medio sul totale degli IDE negli Stati Uniti ad appena l'1%. Di conseguenza, mentre le passività degli Stati Uniti per investimenti diretti sono aumentate di quasi \$ 350 miliardi nel corso dell'ultimo decennio, lo scorso anno i pagamenti per redditi da investimenti diretti hanno segnato il valore annuo più basso dal 1982. Ciò è stato uno dei principali fattori di contenimento degli squilibri USA; a prescindere da influenze congiunturali, le cause di fondo sono lungi dall'essere chiare. Una spiegazione spesso adottata è che inevitabilmente i nuovi investimenti generano profitti dopo un certo lasso di tempo sicché l'epoca recente cui risale gran parte degli IDE potrebbe spiegare il basso saggio medio di rendimento. E' altresì possibile che gli operatori esteri abbiano semplicemente investito in modo poco avveduto o si siano sentiti costretti ad effettuare investimenti scarsamente remunerativi per anticipare eventuali provvedimenti protezionistici. E' inoltre pensabile che vi sia stata una dissimulazione di utili al fine di eludere il fisco USA.

... e di altra natura

Giappone

Per il terzo anno consecutivo, nel 1990 l'eccedenza corrente giapponese si è contratta, scendendo a poco meno di \$ 36 miliardi, per lo più di riflesso a una diminuzione di \$ 13 miliardi nell'avanzo commerciale. Quest'ultima è peraltro pienamente ascrivibile a un sensibile deterioramento delle ragioni di scambio. In termini reali, per contro, vi sono indicazioni di un andamento crescente

L'eccedenza giapponese si contrae in valore ma non in volume...

Giappone: saldo delle partite correnti						
Voci	1986	1987	1988	1989	1990	
					anno	quarto trimestre ¹
in miliardi di dollari USA						
Saldo delle partite correnti	85,8	87,0	79,6	57,2	35,8	25,6 ²
Bilancia commerciale	92,8	96,4	95,0	76,9	63,5	67,2 ²
Redditi netti di capitale	9,5	16,7	21,0	23,4	23,2	17,2
Altri servizi	-14,4	-22,4	-32,3	-38,9	-45,4	-51,8
Trasferimenti	- 2,1	- 3,7	- 4,1	- 4,2	- 5,5	- 7,0 ²
<i>Per memoria:</i>						
<i>importazioni petrolifere</i>	24,1	27,4	25,8	29,8	41,3	66,4
<i>bilancia commerciale non petrolifera³</i>	74,0	63,0	49,0	44,8	45,1	51,2
variazioni percentuali						
<i>volumi esportati</i>	- 0,6	0,3	5,1	3,8	5,5	9,5 ⁴
<i>volumi importati</i>	9,5	9,3	16,7	7,8	5,8	6,4 ⁴
<i>ragioni di scambio</i>	33,6	2,2	2,3	- 4,2	- 6,5	- 10,9 ⁴

¹ In ragione annua. ² Dato destagionalizzato. ³ A valori unitari dell'interscambio costanti in base 1985. ⁴ Variazione sul quarto trimestre 1989.

dell'avanzo commerciale. Il saldo attivo dei redditi da investimenti è rimasto pressoché immutato per l'insieme del 1990, nonostante l'incremento delle attività esterne nette.

L'aumento del prezzo del petrolio è stato il principale fattore all'origine del deterioramento del 6,5% nelle ragioni di scambio, e ha accresciuto di circa \$ 10 miliardi gli esborsi per importazioni nel 1990. Questo incremento è nettamente superiore a quello registrato negli altri paesi, in quanto lo scorso anno le importazioni giapponesi di greggio sono state superiori alla media nel periodo in cui quest'ultimo era più costoso. Complessivamente, nel 1990 il volume delle importazioni energetiche si è accresciuto di quasi il 5%.

Il forte deprezzamento dello yen fra gli ultimi mesi del 1988 e l'aprile 1990 (si veda il grafico relativo al tasso di cambio effettivo reale a pagina 74) sembra aver arrestato, lo scorso anno, la riduzione dell'eccedenza esterna reale del Giappone. Ne è un sintomo il fatto che l'avanzo commerciale non petrolifero, la cui contrazione era stata quasi continua dal 1987, ha ripreso ad aumentare da metà 1990 (si veda la tabella precedente). Ciò rispecchia sia la maggiore sostenutezza delle esportazioni sia il considerevole rallentamento nella crescita delle importazioni.

Con l'avanzare dell'anno, le esportazioni reali sono andate accelerandosi, e nel quarto trimestre risultavano cresciute del 9,5% su base annua. Con l'indebolirsi della domanda mondiale, le quote giapponesi sui mercati d'esportazione paiono essersi accresciute, grazie a un miglioramento del 20% della competitività in termini di costi tra fine 1988 e metà 1990. Il valore in dollari delle esportazioni verso l'Europa e il Sud-Est asiatico è aumentato di oltre il 12%, mentre le esportazioni verso gli Stati Uniti si sono contratte di circa il 3%. Questa dinamica non rispecchia soltanto fattori congiunturali (perdurante crescita in

... poiché
il deprezzamento
dello yen...

... stimola
le esportazioni...

Europa e in Asia e recessione negli Stati Uniti), bensì anche il fatto che lo yen aveva perso valore soprattutto nei confronti delle valute europee e di alcune valute asiatiche. Inoltre, la produzione di filiali giapponesi situate negli Stati Uniti ha continuato a "spiazzare" le importazioni. Nonostante un deterioramento della competitività di costo delle esportazioni giapponesi da metà 1990, dovuto all'apprezzamento dello yen, il loro volume ha continuato ad aumentare a ritmo comparativamente sostenuto nel primo trimestre 1991.

Benché la domanda interna – accresciutasi del $5\frac{3}{4}\%$ – abbia continuato a rappresentare un potente fattore propulsivo, nel 1990 la crescita delle importazioni reali non energetiche è considerevolmente rallentata. Per l'insieme dell'anno, essa è stata in media del $6,2\%$, ossia nettamente inferiore alla media annua di circa il 15% del periodo 1985–89. Questa decelerazione è stata particolarmente pronunciata per le materie prime, che hanno segnato una contrazione di quasi il 4% in volume. Per contro, le importazioni di manufatti – compresi i prodotti delle filiali giapponesi all'estero, specie nel Sud-Est asiatico – si sono espanse di oltre il 10% in termini reali. Le importazioni di macchinari e attrezzature e di beni di consumo durevoli, dal canto loro, sono cresciute fortemente. Tuttavia, nei primi mesi del 1991 vi sono stati indizi che questo lungo periodo di rapidissima crescita delle importazioni potrebbe volgere al termine: nel primo trimestre di quest'anno l'aumento su base annua delle importazioni non petrolifere in volume appariva modesto.

La spesa per viaggi all'estero dei residenti giapponesi, che aveva già subito una netta decelerazione nel 1989, ha continuato a crescere a ritmo relativamente lento nel 1990, in quanto la debolezza dello yen pare aver scoraggiato il turismo all'estero. Per contro, il numero dei turisti stranieri in Giappone, dopo un incremento del 24% nel 1989, è aumentato di un ulteriore 17% nel 1990. Nel complesso, il disavanzo netto della bilancia del turismo si è ampliato di circa \$ 2 miliardi, deterioramento piuttosto contenuto rispetto agli anni precedenti.

Il quasi-ristagno dell'eccedenza dei redditi netti di capitale negli ultimi due anni, nonostante il continuo accumulo di ampi avanzi correnti, e quindi di attività esterne nette, richiede una spiegazione. La causa principale è la quota crescente dello stock di investimenti diretti sulle attività esterne nette, assieme ai bassi e decrescenti rendimenti degli investimenti diretti all'estero giapponesi, perlomeno sulla base dei dati di bilancia dei pagamenti. Alla metà degli anni ottanta, allorché gli investimenti diretti rappresentavano circa il 30% delle attività nette sull'estero, il rendimento medio era di circa il $6\frac{1}{4}\%$; nel 1990, quando la quota degli investimenti diretti risultava salita a oltre la metà, esso era sceso a meno del 3% , ben al disotto di quello delle attività finanziarie.

Fra i possibili fattori all'origine di rendimenti così modesti dell'investimento all'estero figurano i bassi profitti realizzati negli Stati Uniti e i costi del lavoro rapidamente crescenti nelle filiali asiatiche. E' inoltre possibile che l'investimento diretto volto essenzialmente a eludere le barriere protezionistiche – sia potenziali che effettive – non sia molto remunerativo. In aggiunta, i dati statistici della bilancia dei pagamenti giapponese relativi ai redditi netti di capitale non comprendono gli utili delle affiliate trattenuti all'estero ed è quindi possibile che essi sottostimino parzialmente i proventi effettivi.

... determina un rallentamento nella crescita delle importazioni ...

... e limita il deterioramento delle partite invisibili

Il reddito da investimenti ristagna ...

... a causa dei bassi rendimenti sugli investimenti diretti

Germania: boom della domanda interna e unificazione

L'espansione
della domanda
in Germania...

Lo scorso anno, nella Germania occidentale la domanda interna si è accelerata proprio allorché si indeboliva la domanda nella maggior parte dei *partners* commerciali di questo paese. In tali circostanze, il forte stimolo impresso dal processo d'unificazione alla domanda della Germania orientale ha contribuito a provocare una consistente riduzione dell'avanzo commerciale tedesco in termini reali. Nel quarto trimestre 1990, il volume delle importazioni non energetiche era aumentato su base annua di quasi il 18%, mentre quello delle esportazioni risultava variato di poco. L'avanzo commerciale non petrolifero a prezzi costanti si è decisamente contratto (si veda la tabella sottostante). Nell'ultimo trimestre dell'anno, l'eccedenza corrente ammontava a poco più di \$ 20 miliardi in ragione annua. Questa tendenza è proseguita nei primi mesi del 1991; per effetto dell'ampia contribuzione alle spese belliche degli Stati Uniti e di altri paesi in occasione della guerra del Golfo, il saldo tedesco di parte corrente è divenuto negativo.

... accresce
le importazioni

Fra il 1985 e il 1989, il tasso di crescita della domanda interna in Germania occidentale era stato costantemente inferiore a quello dei suoi *partners* commerciali, ma tale tendenza ha segnato una netta inversione lo scorso anno, anche a causa dell'accresciuta spesa dei residenti della Germania orientale nella parte occidentale del paese (si veda il grafico a pagina 74). Ciò ha prodotto un incremento del 18% nel valore in marchi delle importazioni da altri paesi dell'Europa occidentale (quarto trimestre 1990 su quarto trimestre 1989). Di conseguenza, lo scorso anno l'eccedenza commerciale tedesca nei confronti del resto dell'Europa è diminuita di circa DM 36 miliardi.

Germania: saldo delle partite correnti						
Voci	1986	1987	1988	1989	1990	
					anno	quarto trimestre ¹
in miliardi di dollari USA						
Saldo delle partite correnti	40,1	46,2	50,6	57,3	47,3	22,4 ²
Bilancia commerciale	54,6	68,6	78,3	76,2	69,6	45,6 ²
Redditi netti di capitale	4,2	4,0	5,1	11,6	17,1	24,7
Altri servizi	- 6,2	- 10,1	- 14,6	- 12,4	- 17,2	- 15,9
Trasferimenti	- 12,5	- 16,3	- 18,2	- 18,1	- 22,2	- 32,0 ²
<i>Per memoria:</i>						
importazioni petrolifere	15,5	16,9	14,7	16,1	22,1	31,3
bilancia commerciale non petrolifera ³	61,1	55,1	58,2	60,6	36,4	10,8
variazioni percentuali						
volumi esportati	1,3	2,9	6,7	8,1	1,4	0,6 ⁴
volumi importati	6,2	5,4	6,4	7,3	11,6	15,1 ⁴
ragioni di scambio	15,3	3,5	- 0,1	- 2,7	1,3	- 1,4 ⁴

Nota: comprese le transazioni con l'estero dell'ex RDT dal luglio 1990.
¹ In ragione annua. ² Dato destagionalizzato. ³ A valori unitari dell'interscambio costanti in base 1980. ⁴ Variazione sul quarto trimestre 1989.

Il forte apprezzamento del cambio rispetto al dollaro non soltanto ha contribuito all'indebolimento della competitività tedesca al di fuori dell'Europa, ma è anche servito a contenere l'impatto del rincaro del petrolio sull'economia interna. A seguito della flessione dei corsi delle altre materie prime, anche in termini di dollari, e del calo dei prezzi in marchi delle esportazioni statunitensi e giapponesi, le ragioni di scambio della Germania sono di fatto leggermente migliorate.

Nondimeno, rispetto a tutti questi sviluppi sono state ben più importanti le ripercussioni delle politiche economiche perseguite dal momento dell'unificazione. I tassi di conversione monetaria estremamente favorevoli, gli ingenti trasferimenti operati dal governo federale e i sussidi speciali agli investimenti nei cinque nuovi *Länder* hanno dato forte impulso alla capacità di spesa della Germania dell'Est, che non ha potuto essere soddisfatta dall'industria tedesco-orientale. La risultante netta è stato il crearsi di un ingente disavanzo commerciale implicito nella Germania orientale. Poiché la capacità produttiva della Germania occidentale era già a livelli di pieno impiego al momento dell'unificazione, gran parte di questa domanda aggiuntiva si è riversata all'estero, causando un drastico calo dell'eccedenza della Germania unita verso il resto del mondo.

I redditi netti di capitale sono aumentati di oltre \$5 miliardi, per lo più a seguito di un ulteriore incremento delle attività nette sull'estero fruttifere d'interessi. Il disavanzo dei servizi non di capitale si è ampliato di oltre \$4 miliardi, in parte a causa dei maggiori costi di trasporto e di assicurazione associati alla forte crescita delle importazioni mercantili, ma soprattutto per effetto di un maggiore disavanzo della bilancia del turismo. Benché i trasferimenti verso la Germania orientale non compaiano più nelle statistiche della bilancia dei pagamenti da metà 1990 (quando è entrata in vigore l'unione monetaria con la Repubblica federale), lo scorso anno vi è stato un ulteriore considerevole incremento dei trasferimenti all'estero.

L'unificazione, un fattore determinante

Modesta variazione nel disavanzo delle partite invisibili ...

... ma aumento dei trasferimenti

Altri paesi europei

Il *boom* tedesco ha fornito un considerevole impulso alle esportazioni di altri paesi industriali europei, in particolare di quelli più strettamente legati all'economia tedesca, ossia *Austria, Paesi Bassi e Svizzera*. Ciò è stato un fattore

Il *boom* tedesco stimola altre economie europee

Esportazioni dei paesi europei OCSE verso la Germania											
Anni	Austria	Danimarca	Francia	Italia	Paesi Bassi	Regno Unito	Spagna	Svezia	Svizzera	UEBL*	OCSE Europa
in miliardi di marchi, su base annua											
1989	21,9	9,5	53,2	48,2	52,9	34,5	10,1	12,7	20,2	35,8	325,0
1990	24,8	11,2	58,9	50,4	59,1	37,8	12,1	13,1	22,7	40,6	364,6
1990 IV tr.	26,7	13,0	64,0	60,8	64,7	43,2	15,5	13,9	24,7	46,0	404,9
variazioni percentuali sullo stesso periodo dell'anno precedente											
1990	13	19	11	16	12	10	20	4	13	14	12
1990 IV tr.	19	26	12	21	19	17	20	7	14	32	18

* Unione Economica del Belgio-Lussemburgo.
Fonte: OCSE.

significativo all'origine del miglioramento registrato lo scorso anno dalla bilancia commerciale di ognuno di questi paesi. Alla fine del 1990, la crescita superiore alla media della domanda tedesca stava anche incrementando le esportazioni dell'Italia di oltre \$ 4 miliardi in ragione annua. Le esportazioni della Francia, il principale partner commerciale della Germania, hanno ricevuto un impulso analogo. Anche paesi europei piú distanti dalla Germania – segnatamente Spagna e Regno Unito – hanno registrato un cospicuo incremento delle loro esportazioni verso questo paese.

Altrove
la domanda
ha andamenti
discordanti

Un secondo importante fattore dell'evoluzione dell'interscambio europeo, lo scorso anno, è costituito dalla crescita inferiore alla media della domanda interna, che ha contribuito a migliorare il saldo di parte corrente in diversi paesi europei. Il caso piú significativo è rappresentato dal Regno Unito, dove la domanda interna complessiva si è contratta dell'1,4% nell'anno terminante al quarto trimestre 1990: il volume delle importazioni è rimasto stabile mentre le esportazioni hanno continuato ad accrescersi fortemente, in parte a causa di un incremento delle esportazioni delle filiali britanniche di società estere. La debolezza della domanda interna ha contribuito a un miglioramento della bilancia commerciale anche nei paesi nordici. Grazie anche alla forte domanda di provenienza tedesca, la Danimarca ha segnato la sua prima eccedenza corrente dal 1963. Per contro, la domanda interna si è fortemente espansa in diversi paesi dell'Europa meridionale: i disavanzi commerciali di Grecia, Portogallo, Spagna e Turchia si sono decisamente ampliati.

Le variazioni
nella competi-
tività iniziano
a peggiorare
gli squilibri ...

Una terza determinante dei saldi commerciali in Europa è costituita dalle variazioni nella competitività internazionale. Dall'ultimo riallineamento generale delle parità SME nel gennaio 1987, i cambi nominali sono rimasti relativamente stabili, sia all'interno che all'esterno del meccanismo di cambio. Dato che negli ultimi tre anni circa i differenziali d'inflazione, pur decrescenti, si sono accumulati, i tassi di cambio reali dei paesi con disavanzi correnti sono saliti rispetto a quelli dei paesi eccedentari. Alcuni semplici raffronti delle variazioni dei prezzi al consumo, espressi in una valuta comune, mostrano una considerevole perdita di competitività in Spagna, Svezia, Regno Unito e, in minor misura, Italia, tutti paesi con ampi disavanzi di parte corrente. Fra i paesi eccedentari, i Paesi Bassi hanno registrato il maggiore deprezzamento reale rispetto ai paesi deficitari, seguiti dalla Germania (tabella a pagina 83).

... nella bilancia
commerciale ...

Il deteriorarsi della competitività ha contribuito lo scorso anno a un'ulteriore significativa flessione della quota delle esportazioni svedesi in quanto il volume delle vendite all'estero di manufatti è salito solo di poco. Anche l'Italia ha visto contrarsi la sua quota di mercato per il secondo anno consecutivo. Il peggioramento della posizione competitiva ha altresí contribuito ad ampliare il disavanzo nell'interscambio di prodotti industriali della Grecia. D'altra parte, le esportazioni della Spagna hanno continuato a espandersi fortemente, nonostante la marcata perdita di competitività, in parte grazie alle vendite delle imprese manifatturiere a capitale straniero. In quest'ultimo paese le importazioni non energetiche hanno continuato a crescere molto piú rapidamente del prodotto interno.

... e dei servizi

Le variazioni della competitività di prezzo hanno inciso non soltanto sull'interscambio mercantile, bensí anche sul turismo internazionale. Lo scorso anno,

i proventi della Spagna da turismo estero, in termini reali, sono nuovamente diminuiti. Nel 1990, la spesa per viaggi all'estero dei residenti italiani è raddoppiata in termini di dollari, annullando in gran parte la forte espansione degli introiti legata al campionato mondiale di calcio. L'avanzo della bilancia del turismo è quindi rimasto pressoché invariato. La Francia, grazie al basso saggio d'inflazione, ha registrato andamenti molto più soddisfacenti, in quanto il saldo positivo del turismo è nuovamente aumentato, raggiungendo \$7,7 miliardi,

Saldi delle partite correnti dei paesi industriali e delle NIEs dell'Asia									
Paesi e aree	Saldo delle partite correnti			di cui:					
				saldo commerciale			saldo dei redditi di capitale		
	1988	1989	1990	1988	1989	1990	1988	1989	1990
in miliardi di dollari USA									
Paesi industriali	- 50,0	- 78,3	-92,8	- 8,0	- 36,6	- 39,0	- 8,8	-10,9	- 7,4
Stati Uniti	-128,9	-110,0	-99,3	-127,0	-114,9	-108,7	1,6	- 0,9	7,5
Giappone	79,6	57,2	35,8	95,0	76,9	63,5	21,0	23,4	23,2
Comunità europea	14,4	6,7	- 0,1	17,1	2,6	- 0,8	- 8,4	- 2,6	- 2,6
Danimarca	- 1,8	- 1,4	1,6	1,9	2,4	4,6	- 4,3	- 4,5	- 5,5
Francia	- 4,3	- 4,3	- 7,6	- 8,6	- 10,7	- 13,7	0,1	- 0,4	- 2,2
Germania	50,6	57,3	47,3	78,3	76,2	69,6	5,1	11,6	17,1
Grecia	- 1,0	- 2,6	- 3,6	- 6,1	- 7,4	- 10,1	- 1,5	- 1,5	- 1,6
Irlanda	0,6	0,5	0,9	3,8	4,0	3,8	- 4,0	- 4,5	- 4,7
Italia	- 6,3	- 10,8	-14,9	- 1,4	- 2,2	0,6	- 7,1	- 8,3	-13,0
Paesi Bassi	5,2	7,8	9,6	8,4	8,1	9,8	- 0,7	1,1	1,2
Portogallo	- 0,6	0,1	- 0,1	- 5,1	- 4,9	- 6,6	- 0,9	- 0,7	- 0,4
Regno Unito	- 27,7	- 32,6	-21,7	- 37,5	- 39,4	- 31,4	8,1	6,3	9,5
Spagna	- 3,8	- 10,9	-16,0	- 18,0	- 24,5	- 29,8	- 3,5	- 3,0	- 4,0
UEBL*	3,5	3,6	4,4	1,4	1,0	2,4	0,3	1,3	1,0
Altri paesi europei	2,7	0,1	- 1,4	- 7,5	- 9,9	- 9,4	4,7	3,3	1,8
Austria	- 0,5	0,1	0,0	- 6,3	- 6,6	- 6,3	- 0,9	- 0,9	- 1,3
Finlandia	- 2,8	- 5,5	- 6,7	1,1	- 0,2	0,6	- 1,9	- 2,4	- 3,7
Islanda	- 0,2	- 0,1	- 0,2	0,0	0,1	0,1	- 0,2	- 0,2	- 0,2
Norvegia	- 3,7	0,2	4,0	- 0,1	3,8	7,6	- 2,0	- 2,5	- 2,7
Svezia	- 0,7	- 3,1	- 5,6	5,1	3,7	4,1	- 1,7	- 2,0	- 3,7
Svizzera	9,0	7,5	9,7	- 5,5	- 6,5	- 5,9	13,4	13,1	15,7
Turchia	1,6	1,0	- 2,6	- 1,8	- 4,2	- 9,6	- 2,0	- 1,8	- 2,3
Altri paesi industriali	- 17,8	- 32,3	-27,8	14,4	8,7	16,4	-27,7	-34,1	-37,3
Australia	- 10,2	- 17,3	-14,3	- 1,1	- 4,0	- 0,1	- 8,1	-10,9	-11,8
Canada	- 8,2	- 14,1	-13,6	8,2	6,4	9,3	-15,4	-18,7	-20,8
Nuova Zelanda	- 0,6	- 2,1	- 2,2	2,1	0,9	0,9	- 1,9	- 2,0	- 2,0
Sudafrica	1,2	1,2	2,3	5,2	5,4	6,3	- 2,3	- 2,5	- 2,7
Quattro NIEs dell'Asia	28,5	23,8	14,9	21,8	18,9	9,2	3,0	4,3	5,9
Corea del Sud	14,2	5,1	- 2,1	11,4	4,6	- 1,9	- 2,0	- 1,3	- 1,0
Hong Kong	2,8	5,0	3,8	- 1,1	0,6	- 0,7	1,0	1,2	1,8
Singapore	1,3	2,3	2,3	- 2,3	- 2,5	- 3,0	0,6	0,6	0,7
Taiwan	10,2	11,4	10,9	13,8	16,2	14,8	3,4	3,8	4,4

* Unione Economica del Belgio-Lussemburgo.
 Fonti: FMI; OCSE; statistiche nazionali; stime BRI.

Prezzi al consumo in alcuni paesi europei, in termini di una valuta comune											
Anni	Paesi eccedentari ¹					Paesi deficitari ¹					
	Belgio	Germania	Paesi Bassi	Svizzera	Media	Francia	Italia	Regno Unito ²	Spagna	Svezia	Media
in marchi tedeschi, 1987 = 100											
1988	100,4	101,3	100,9	101,4	101,0	101,3	102,2	110,7	108,5	107,0	105,9
1989	103,4	104,1	101,7	100,2	102,3	104,8	110,6	114,9	122,1	115,8	113,6
1990	108,4	106,9	104,3	107,0	106,7	109,1	115,4	114,7	130,1	119,8	117,8
1991 I trim.	111,2	108,8	105,7	111,9	109,4	110,1	119,2	120,7	136,4	127,0	122,7

¹ In base alla posizione di parte corrente nel 1987-1990. ² Escluse abitazioni.

quasi il doppio rispetto all'eccedenza registrata nel 1988. Lo scorso anno, gli introiti da turismo estero, in termini reali, sono stati superiori di circa il 25% a quelli del 1988.

Altre determinanti sono il petrolio...

Il rialzo dei corsi petroliferi è il quarto fattore che ha influenzato la configurazione dei saldi commerciali in Europa. Le esportazioni energetiche nette della Norvegia si sono accresciute, in termini nominali, di \$4¹/₂ miliardi. Quelle del Regno Unito, invece, non sono riuscite ad aumentare a un ritmo molto superiore a quello delle importazioni: lo scorso anno, la bilancia energetica britannica è stata pressoché in pareggio. Per converso, le importazioni energetiche nette di Francia e Italia si sono accresciute rispettivamente di \$4¹/₂ miliardi e \$3¹/₂ miliardi.

... e i redditi da investimenti

L'Italia ha subito un incremento di \$5 miliardi nei pagamenti all'estero a titolo di redditi netti di capitale. Le variazioni di questi ultimi hanno contribuito ad accentuare gli squilibri anche nella maggior parte degli altri paesi (con aumenti nei paesi eccedentari e diminuzioni in quelli deficitari), ad eccezione del Regno Unito, dove gli introiti netti sono aumentati lo scorso anno di oltre \$3 miliardi, nonostante il persistente accumulo di ampi disavanzi di parte corrente. Ciò è principalmente ascrivibile al calo degli utili di società britanniche indotto dalla recessione, che ha depresso i proventi da investimenti diretti dall'estero.

La risultante netta di questi fattori è rappresentata dagli ampi e crescenti disavanzi di parte corrente in cui sono incorsi nel 1990 diversi paesi europei. Rientrano in questa categoria la Grecia (il cui disavanzo corrente è ammontato al 5,4% del PIL), la Finlandia (4,9%), la Spagna (3,2%), la Svezia (2,6%) e la Turchia (2,4%).

Gli altri paesi industriali e le NIEs dell'Asia

Persistenza dei disavanzi in Australia, Canada...

Nei paesi industriali non europei, i saldi delle partite correnti sono leggermente migliorati. Dopo due anni di forte deterioramento, nel 1990 le bilance commerciali di Australia e Canada sono considerevolmente migliorate. Ciò è interamente ascrivibile agli andamenti in termini reali, in quanto entrambi i paesi hanno registrato un deterioramento delle ragioni di scambio. Poiché nell'anno in parola entrambe le economie sono entrate in fase di recessione, in termini di volume la crescita delle importazioni è nettamente rallentata, mentre è accelerata quella delle esportazioni. Tuttavia, i loro disavanzi correnti sono rimasti ampi, di riflesso al permanere di una posizione competitiva internazionale scadente e a ingenti

esborsi in conto interessi sul debito estero. In Australia, i pagamenti all'estero per redditi da lavoro e capitale sono saliti a oltre il 25% delle esportazioni di beni e di servizi non di capitale e hanno impedito al disavanzo corrente di scendere molto al disotto del 5% del PNL, percentuale eccessivamente alta per un paese in recessione fortemente indebitato. Quanto al Canada, i pagamenti netti per reddito da investimenti si sono accresciuti di ulteriori \$ 2 miliardi, raggiungendo un ammontare equivalente a quasi il 15% delle esportazioni totali, e annullando la maggior parte del miglioramento del saldo commerciale.

Le economie di Sudafrica e Nuova Zelanda si sono entrambe espanse a ritmo lento nell'ultimo quinquennio. Mentre la modesta crescita ha determinato ampie eccedenze correnti in Sudafrica, in Nuova Zelanda è persistito un disavanzo di queste ultime. Ciò è in gran parte dovuto agli andamenti assai diversi delle esportazioni. Il Sudafrica ha mantenuto la competitività di prezzo delle esportazioni: nonostante le sanzioni, fra il 1985 e il 1989, il paese ha accresciuto il volume delle sue esportazioni non aurifere a un tasso medio annuo di oltre il 6½%. Per contro, nello stesso periodo la crescita delle esportazioni della Nuova Zelanda ha raggiunto in media soltanto lo 0,5%, in quanto queste ultime sono state limitate dal forte deterioramento della competitività e dalle barriere commerciali riguardanti la sua produzione agricola. Di conseguenza, alla fine del 1990, mentre il debito estero sudafricano si era contratto a circa il 20% del PIL, quello della Nuova Zelanda risultava salito a ben oltre il 70% del PNL.

Alcune di queste tendenze si sono nuovamente evidenziate lo scorso anno, quando le esportazioni sudafricane non aurifere si sono accresciute di quasi il 6% in termini reali mentre le importazioni si sono ridotte, contribuendo a un avanzo corrente che ha raggiunto il 2,3% del PNL. Quanto alla Nuova Zelanda, benché le importazioni siano state stagnanti, la leggera ripresa delle esportazioni in volume ha appena compensato il deterioramento delle ragioni di scambio, lasciando pressoché invariato il disavanzo corrente.

Una rapida crescita delle importazioni e una debole crescita delle esportazioni hanno contrassegnato lo scorso anno l'andamento delle bilance commerciali di Taiwan e Corea del Sud. Benché il miglioramento dei saldi dei redditi da investimento abbia in parte compensato questi movimenti, i saldi di parte corrente di entrambi i paesi si sono deteriorati; in particolare, la Corea del Sud è passata ad un disavanzo di oltre \$ 2 miliardi. Anche Singapore e Hong Kong hanno registrato una perdita in termini di ragioni di scambio, ma hanno saputo mantenere la crescita delle esportazioni più in equilibrio con il rapido aumento delle importazioni. Il saldo di parte corrente di Singapore è rimasto pressoché invariato, quello di Hong Kong è di poco peggiorato.

... e Nuova Zelanda

Un miglioramento in Sudafrica

Disavanzo nella Corea del Sud...

... ed eccedenza nelle altre NIEs dell'Asia

La fine del Comecon

Il commercio

Nel 1990, l'andamento dell'interscambio in Europa orientale è stato caratterizzato da due aspetti salienti: l'inizio della disintegrazione del sistema di scambio del Comecon, basato su un regolamento in compensazione bilaterale, e l'ulteriore calo della produzione e delle esportazioni di petrolio dell'Unione Sovietica. Gli accordi commerciali del Comecon avevano distorto la struttura

dell'interscambio dei paesi del blocco orientale, creando una dipendenza dall'Unione Sovietica a scapito del commercio con il resto del mondo.

Gli scambi
bilaterali
nel Comecon...

Fino a epoca recentissima, la maggior parte del commercio fra ex membri del Comecon si effettuava nel quadro di accordi bilaterali in base ai quali i beni venivano semplicemente scambiati in regime di virtuale baratto. Siffatte transazioni tendevano in linea di principio a essere pareggiate. Inoltre, gli eventuali squilibri non davano luogo a pagamenti in valuta convertibile, bensì venivano regolati in rubli "trasferibili": sostanzialmente crediti/debiti nel sistema di compensazione da utilizzarsi (su negoziazione e quindi non automaticamente) in transazioni successive. Inoltre, i saldi accumulati nei confronti di un paese membro non potevano solitamente essere utilizzati per compensare saldi con altri paesi del Comecon. Pertanto, i rubli non erano trasferibili neppure all'interno del meccanismo. In base a questo sistema, l'Unione Sovietica esportava petrolio e altri prodotti energetici in cambio di manufatti prodotti dagli altri consociati.

... si esauriscono
con la caduta
delle esportazioni
petrolifere
sovietiche

Agli inizi del 1990 era divenuto chiaro che questo sistema sarebbe stato presto sostituito da un meccanismo di interscambio basato sui prezzi mondiali e con regolamento in valuta convertibile. Nel quadro del vecchio sistema di compensazione, le esportazioni petrolifere verso l'Europa orientale erano "vendute" a prezzi ben al disotto di quelli mondiali. Poiché questo sistema era ancora in funzione lo scorso anno, l'Unione Sovietica era fortemente incentivata a deviare le esportazioni di petrolio dall'Europa orientale verso i paesi industriali. Il calo della produzione di greggio sovietica si è quindi ripercosso in massima parte sulle forniture all'Europa orientale, calate del 30%, mentre quelle ai paesi OCSE, in termini reali, sono comparativamente diminuite di poco.

Il retaggio
di una forte
dipendenza
dall'Unione
Sovietica

Il sistema d'interscambio del Comecon ha reso molti paesi dell'Europa orientale fortemente dipendenti dal commercio con l'Unione Sovietica, sia in quanto fornitrice di petrolio e altri prodotti energetici sia in quanto importante mercato d'esportazione. Tuttavia, i raffronti fra i gradi di dipendenza dalle esportazioni dei vari paesi dell'Europa orientale sono in parte inficiati dall'utilizzo, nelle statistiche commerciali, di tassi di cambio indiretti nozionali fra rublo e dollaro molto diversi. Mentre nelle statistiche del 1989 – le ultime disponibili – la Bulgaria e l'Unione Sovietica hanno mantenuto il tasso di cambio, da lungo tempo in vigore, di circa 0,6 rubli per un dollaro, la maggior parte degli altri paesi è passata a un tasso di cambio molto inferiore; ciò tende ad amplificare le differenze fra i gradi di dipendenza dal mercato sovietico (si veda la tabella seguente). Applicando un tasso di cambio uniforme situato al centro dello spettro di valori effettivamente utilizzati si evince che in media circa il 40% delle esportazioni dell'Europa orientale nel 1989 era andato agli altri membri europei del Comecon, e circa un quarto alla sola Unione Sovietica. La Bulgaria ha inviato in Unione Sovietica quasi il 50% delle sue esportazioni, la Romania invece solo il 14%. Anche la dipendenza dal Comecon era spesso molto più forte per alcuni manufatti a causa della precedente politica di specializzazione: la produzione di autobus in Ungheria, di acciaio in Polonia e così via. Inoltre, una quota significativa delle esportazioni è andata ai PVS, spesso in base ad accordi preferenziali non dissimili da quelli conclusi in seno al Comecon. Nel complesso, meno della metà delle esportazioni dell'Europa orientale è andata a paesi industriali dell'Occidente.

Esportazioni verso i paesi europei del Comecon, in percentuale delle esportazioni totali ¹									
	Unione Sovietica	Altri paesi dell'Europa orientale	di cui:						lugo-slavia ²
			Bulgaria	Cecoslovacchia	Polonia	RDT	Romania	Ungheria	
commercio non convertibile valutato al cambio incrociato nazionale rublo/dollaro									
Tasso rublo/dollaro	0,63	–	0,65	1,51	2,96	1,74	0,96	2,09	..
Unione Sovietica	–	32	66	31	21	24	23	25	22
RDT	10	5	6	7	4	–	5	5	2
Altri paesi dell'Europa orientale	36	15	12	17	10	18	10	10	11
commercio non convertibile valutato al cambio di 2 rubli per dollaro									
Unione Sovietica	–	28	49	27	25	22	14	26	..
RDT	5	4	4	6	4	–	3	5	..
Altri paesi dell'Europa orientale	17	13	9	14	12	17	6	11	..

¹ Dati riferiti al 1989. ² L'interscambio non convertibile della Iugoslavia con l'Unione Sovietica non è denominato in rubli trasferibili.
 Fonti: CMAE; ONU, Economic Commission for Europe; statistiche nazionali.

Per evitare l'accumulo di saldi creditori in rubli trasferibili, che non avevano alcun valore certo in valuta convertibile, i paesi dell'Europa orientale hanno cercato di ridurre le esportazioni "in compensazione" parallelamente alla diminuzione delle importazioni. In definitiva, questa strategia non ha tuttavia potuto essere sempre pienamente attuata, sicché il disavanzo commerciale sovietico in valuta non convertibile potrebbe essersi ampliato nel 1990 di circa rubli 7 miliardi. In particolare, la Polonia non è riuscita a impedire il formarsi di un'eccedenza non convertibile con l'Unione Sovietica di molto superiore alla sua posizione debitoria in rubli trasferibili a inizio anno. Anche l'eccedenza non convertibile dell'ex-Repubblica democratica tedesca è aumentata di oltre rubli 3 miliardi. Benché l'unione monetaria con la Repubblica federale di Germania abbia reso non competitive le importazioni dall'Europa orientale, il governo tedesco ha erogato sussidi per garantire l'esecuzione dei contratti in essere per la fornitura di beni all'Unione Sovietica, come previsto dal trattato di unificazione.

L'impennata dei corsi petroliferi durante la crisi del Golfo ha fatto aumentare di circa \$ 2¹/₂–3 miliardi i proventi sovietici da esportazioni di greggio verso i mercati occidentali, e questa è stata la causa principale dell'eccedenza dell'Unione Sovietica nei confronti dei paesi industriali che risulta dalle statistiche occidentali (tabella a pagina 88). Inoltre, le importazioni di cereali dall'Occidente si sono ridotte in quantità, e il loro prezzo in dollari è sceso. Le importazioni totali dagli Stati Uniti sono quindi diminuite di oltre \$ 1 miliardo. Un terzo fattore che ha consentito all'Unione Sovietica di risparmiare valuta estera è stata la forte riduzione delle esportazioni verso certi PVS esterni al Comecon, nonché l'incremento delle importazioni da essi. Tali esportazioni – contabilizzate nelle statistiche ufficiali come esportazioni in valuta convertibile – sono state

Si amplia il disavanzo commerciale sovietico negli scambi non convertibili...

... mentre migliora l'interscambio convertibile grazie al rincaro del petrolio

tradizionalmente finanziate da crediti sovietici, spesso regolati con la successiva fornitura di beni o talvolta non rimborsati affatto. Attingendo ai suoi crediti accumulati verso taluni paesi, l'Unione Sovietica potrebbe aver ridotto nel 1990 il suo avanzo commerciale aggregato verso i PVS di circa \$³/₄ miliardi. Qualora essa avesse potuto ricevere petrolio dall'Irak come previsto, l'eccedenza sarebbe stata ulteriormente ridotta. Questa variazione ha contribuito ad aggravare la posizione di parte corrente dell'URSS, ma non ha richiesto un maggiore indebitamento all'estero. Infine, la penuria di valuta estera ha determinato un nuovo drastico inasprimento dei controlli valutari: sono state reintrodotte restrizioni all'importazione e, dall'inizio del 1991, gli introiti in valuta convertibile delle imprese sono stati virtualmente confiscati.

Perdita di quote di mercato dell'URSS e dell'ex RDT ...

L'Unione Sovietica è stata riluttante a pagare in valuta forte i prodotti importati dall'Europa orientale, non solo a causa della loro qualità mediocre, ma anche perché i fornitori occidentali potevano accordare crediti commerciali (talvolta assistiti da garanzia governativa), cosa che i paesi dell'Europa orientale non erano in grado di fare. Questo fattore è stato determinante, data la precaria situazione finanziaria sull'estero dell'URSS lo scorso anno. Inoltre, l'unificazione della Germania ha deviato la domanda nella parte orientale del paese verso i prodotti occidentali. Di conseguenza, gli altri paesi dell'Europa orientale hanno subito una forte contrazione della domanda proveniente dai loro maggiori mercati di sbocco: complessivamente, il volume delle esportazioni verso i paesi dell'ex Comecon è sceso di circa il 20%.

... non compensata dalle esportazioni in Occidente

Soltanto una parte esigua dei prodotti dell'Europa orientale non più richiesti dal mercato sovietico ha trovato sbocco sui mercati occidentali: ad esempio, nel 1990 la quota dell'Europa orientale sui mercati dell'Europa occidentale è aumentata solo marginalmente, non riuscendo ad annullare il calo accumulato nella maggior parte degli anni ottanta (si veda la tabella sottostante). Nondimeno, alcuni paesi sono riusciti a incrementare leggermente la loro quota sui mercati d'esportazione, segnatamente la *Polonia* e, in misura assai minore,

Esportazioni dell'Europa orientale verso l'Europa occidentale						
Paesi	1980-84	1985-87	1988	1989	1990	
					anno	quarto trimestre
in percentuale delle importazioni totali dell'Europa occidentale						
Unione Sovietica	2,5	1,9	1,6	1,4	1,6	1,6
Iugoslavia	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6
Altri paesi dell'Europa orientale	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Bulgaria	0,10	0,07	0,05	0,05	0,06	0,05
Cecoslovacchia	0,32	0,30	0,28	0,28	0,27	0,28
Polonia	0,43	0,40	0,41	0,41	0,48	0,53
Romania	0,32	0,30	0,25	0,24	0,14	0,13
Ungheria	0,28	0,28	0,29	0,29	0,31	0,33

Nota: l'Europa occidentale comprende tutti i paesi europei OCSE eccetto la Finlandia (il cui commercio con l'Unione Sovietica è regolato da speciali accordi bilaterali).
Fonte: OCSE.

l'Ungheria. Inoltre, gli incrementi di questi paesi paiono essere divenuti assai piú marcati verso la fine dell'anno, mentre la *Romania* ha perso ulteriore terreno.

Vi sono state altresí indicazioni di un miglioramento della struttura merceologica delle esportazioni di Cecoslovacchia, Polonia e Ungheria, poiché è cresciuta la quota dei manufatti. Dato che i suddetti paesi sono quelli che hanno maggiormente liberalizzato il proprio regime d'interscambio – consentendo alle imprese di trattare all'estero di propria iniziativa, facilitando l'accesso agli *inputs* importati e cosí via – siffatti recenti sintomi di rafforzamento delle esportazioni possono essere visti come un elemento incoraggiante. Tuttavia, ciò potrebbe essere in parte una reazione ritardata al deciso miglioramento della competitività derivante dalle precedenti forti svalutazioni che da allora è stato annullato dagli elevati tassi d'inflazione.

L'eccedenza in valuta convertibile della Polonia si è accresciuta di oltre \$ 2 miliardi, per lo piú grazie a una compressione delle importazioni in seguito ad un forte calo della domanda interna e agli effetti ritardati del precedente deprezzamento della moneta. In Ungheria il disavanzo è stato eliminato. Il saldo corrente della Cecoslovacchia è passato lo scorso anno in deficit, in quanto il volume delle importazioni in valuta convertibile è aumentato fortemente in risposta alla loro liberalizzazione. Se i saldi della Bulgaria sono rimasti negativi, le partite correnti della Romania hanno invece segnato un brusco capovolgimento passando da un'eccedenza ad un disavanzo con l'abbandono della passata politica di quasi autarchia e di massima compressione della domanda interna.

La *Iugoslavia* ha registrato lo scorso anno un deterioramento del suo saldo esterno di \$ 4,7 miliardi, una variazione enorme, pari a quasi la metà del valore dell'interscambio mercantile (tabella sottostante). Nell'ultimo trimestre dell'anno il disavanzo commerciale mensile ha raggiunto in media circa

Segni recenti di maggiori esportazioni della Polonia

Massiccio deterioramento delle partite correnti in Romania...

... e Iugoslavia

Saldi in valuta convertibile dei paesi dell'Europa orientale										
Paesi	Saldo commerciale con i paesi industriali ¹			Pagamenti netti dovuti in conto interessi ²			Saldo delle partite correnti			
	1988	1989	1990	1988	1989	1990	1988	1989	1990	Variazione (%/o) 1989-90 del saldo commerciale
	in miliardi di dollari USA									
Unione Sovietica ⁴	-2,9	-4,5	1,6	1,5	2,2	4,4	2,3	-4,0	-4,3	..
Altri paesi dell'Europa orientale	0,5	-0,8	-2,8	6,6	6,8	6,1	3,8	1,0	-5,2	..
Bulgaria	-1,7	-1,7	-0,7	0,4	0,6	0,4	-0,8	-1,3	-0,8	14
Cecoslovacchia	0,0	0,2	-0,3	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,4	-1,1	-29
Iugoslavia	-0,4	-0,7	-2,5	1,8	1,4	0,8	2,2	2,0	-2,7	-44
Polonia	0,3	-0,5	0,6	2,9	3,2	3,3	-0,3	-1,6	0,7	31
Romania	2,5	2,4	0,2	0,2	0,0	-0,2	3,6	2,9	-1,4	-92
Ungheria	-0,2	-0,5	-0,1	1,1	1,4	1,5	-0,8	-1,4	0,1	24

¹ Sulla base dei dati OCSE sulle importazioni *c.i.f.* convertiti in dati *f.o.b.* moltiplicandoli per un fattore di 0,93. Nel 1990 il saldo commerciale dell'Unione Sovietica cosí calcolato differisce notevolmente dalle stime sovietiche provvisorie. E' escluso l'interscambio con la Germania orientale. ² Interessi dovuti, pagati o meno. ³ Media delle importazioni ed esportazioni in valuta convertibile nel 1989. ⁴ Escluso l'oro.

Fonti: FMI; OCSE; ONU, Economic Commission for Europe; statistiche nazionali.

\$³/₄ miliardi. Ciò è imputabile soprattutto al radicale programma di liberalizzazione delle importazioni e al fortissimo apprezzamento reale determinato dall'ancoraggio del dinaro al marco nel dicembre 1989. A fine dicembre 1990, il dinaro è stato svalutato di quasi il 30% rispetto al marco, il che ha compensato solo in minima parte il precedente apprezzamento reale. Nell'aprile 1991, in un contesto di crescente disordine economico e politico, nonché di forti pressioni inflazionistiche, è stata decisa un'ulteriore svalutazione del 30%.

Per i paesi dell'Europa orientale esclusa l'Unione Sovietica, il saldo commerciale aggregato con i paesi industriali occidentali si è deteriorato lo scorso anno di circa \$ 2 miliardi. Inoltre, vari paesi sono stati costretti in misura crescente a pagare forniture di petrolio sovietico in valuta forte, con esborsi considerevoli nel quarto trimestre dell'anno. Poiché sono aumentati anche i pagamenti per interessi sul debito estero, il disavanzo corrente dell'Europa orientale, esclusa l'URSS, si è ampliato di oltre \$ 5 miliardi.

La posizione esterna di fondo della maggior parte dei paesi dell'Europa orientale è ancor più debole di quanto non facciano ritenere le recenti statistiche. L'adozione dei prezzi mondiali nell'interscambio fra Unione Sovietica e il resto dell'Europa orientale (con effetto, in linea di massima, dal 1° gennaio 1991) comporta un notevole deterioramento delle ragioni di scambio dell'Europa orientale nei confronti dell'URSS. Stime elaborate sulla scorta dei dati dell'interscambio per il 1989 indicano che un prezzo del greggio pari a \$ 18 al barile – il prezzo di mercato alla metà del 1990, prima dello scoppio della guerra del Golfo, vicino a quello prevalente agli inizi del 1991 – implicherebbe per gli altri paesi dell'Europa orientale un costo addizionale dell'ordine di \$ 8–9 miliardi all'anno. Tuttavia, questo aggravio potenziale può essere in parte evitato chiudendo determinate imprese nel settore dell'industria pesante ad alta intensità di energia e applicando ai consumi energetici delle altre imprese e delle famiglie prezzi in linea con quelli mondiali, al fine di ridurre la domanda. Dato che ai guadagni nelle ragioni di scambio dell'Unione Sovietica si contrappone una probabile flessione della produzione petrolifera URSS che potrebbe limitare le sue esportazioni in volume, l'area nell'insieme è destinata a subire un considerevole ampliamento del suo disavanzo esterno.

Finanziamento esterno

Il grave deterioramento della situazione interna in Unione Sovietica e i ritardi nell'onorare il servizio del debito hanno reso le banche occidentali estremamente riluttanti a erogare nuovi crediti non assistiti da garanzie ufficiali. Secondo le statistiche BRI sull'indebitamento in essere a tassi di cambio costanti, i rimborsi netti dell'URSS di crediti concessi dalle banche occidentali sono ammontati lo scorso anno a \$ 6,2 miliardi, con una particolare concentrazione nel quarto trimestre (si veda la tabella seguente). I rimborsi lordi sono stati molto superiori benché in parte controbilanciati da nuovi crediti bancari garantiti da governi occidentali; in particolare, le attività delle banche tedesche verso l'Unione Sovietica – solitamente assistite da garanzia governativa – sono aumentate nel secondo semestre del 1990 di oltre \$ 6 miliardi. Per finanziare gli ampi rimborsi netti, l'Unione Sovietica ha fortemente attinto alle proprie riserve in valuta (i depositi

La transizione verso l'interscambio ai prezzi mondiali favorisce l'Unione Sovietica...

... ma costa cara al resto dell'Europa orientale

Riluttanza delle banche a rinnovare i crediti all'Unione Sovietica...

Andamento delle posizioni dei paesi dell'Europa orientale verso le banche dichiaranti alla BRI

Paesi	Ricorso netto a depositi bancari e all'indebitamento		di cui:				Per memoria: debito bancario esterno netto a fine anno		
			nuovo indebitamento		prelievi su depositi bancari		1984	1989	1990
	1985-89 cumulativo	1990	1985-89 cumulativo	1990	1985-89 cumulativo	1990			
in miliardi di dollari USA									
Unione Sovietica	19,7	0,3	20,6	-6,2	-0,9	6,5	5,3	30,1	33,4
Altri paesi dell'Europa orientale	-7,7	-5,4	-1,9	-3,6	-5,8	-1,8	24,0	25,8	22,7
Bulgaria	5,3	0,2	4,7	-0,4	0,6	0,6	0,1	6,6	7,3
Cecoslovacchia	0,9	0,6	1,8	-0,4	-0,9	1,0	1,4	3,0	3,8
Iugoslavia	-7,5	-1,6	-4,0	-0,9	-3,5	-0,7	7,2	0,7	-0,9
Polonia	-4,7	-3,5	-2,8	0,0	-1,9	-3,5	7,4	6,4	3,5
Romania	-4,9	1,3	-3,8	0,0	-1,1	1,3	2,5	-1,6	-0,3
Ungheria	3,2	-2,4	2,2	-1,9	1,0	-0,5	5,4	10,7	9,3

Note:
a) le stime del nuovo indebitamento e dei prelievi sui depositi bancari sono derivate dalle variazioni a tassi di cambio costanti delle attività e passività delle banche dichiaranti;
b) i prelievi sui depositi bancari sono un'importante componente delle variazioni nelle riserve ufficiali.

presso le banche occidentali si sono contratti di \$ 6,5 miliardi). Ciò significa che il ricorso netto dell'URSS alle banche dichiaranti alla BRI è sceso lo scorso anno a circa \$ 0,3 miliardi, contro \$ 8,2 miliardi nel 1989.

Alla fine dell'anno, il debito bancario esterno dell'Unione Sovietica – al netto dei depositi – superava \$ 33 miliardi rispetto ai soli \$ 5,3 miliardi di fine 1984, prima dell'avvio della "perestroika". Questo debito è in gran parte a breve termine: quasi la metà dei crediti delle banche dichiaranti alla BRI verso l'URSS ha una scadenza non superiore a un anno. Inoltre, i ritardi nei pagamenti delle importazioni dall'Occidente hanno lasciato un arretrato di debiti commerciali per \$ 5 miliardi. Alcuni fra i fattori specifici suddetti, che lo scorso anno hanno contenuto il disavanzo sovietico corrente con l'Occidente, potrebbero non ripetersi, sicché il paese si trova di fronte a gravi difficoltà di finanziamento esterno.

Le banche sono state altresì riluttanti a concedere nuovi crediti ad altri paesi dell'Europa orientale: le difficoltà di pagamento della Bulgaria, agli inizi dell'anno, hanno acuito la percezione del rischio. I paesi aventi un consistente disavanzo di parte corrente non hanno potuto quindi contare su nuovi fondi bancari per soddisfare il proprio fabbisogno di finanziamento esterno, e di conseguenza sono stati costretti ad attingere alle riserve valutarie. Secondo le statistiche BRI – esaminate più in dettaglio nel Capitolo VI – la Bulgaria, la Cecoslovacchia e la Romania hanno complessivamente ridotto i propri depositi bancari di circa \$ 3 miliardi.

... e crescenti timori circa l'affidabilità creditizia

Movimenti di capitali nei paesi industriali

Nel 1990, i deflussi aggregati di portafoglio dai principali paesi industriali sono nettamente calati e, per la prima volta in molti anni, sono stati superati da quelli per investimenti diretti (si veda il grafico a pagina 92). La contrazione degli

I flussi di portafoglio diminuiscono...

investimenti di portafoglio in azioni è stata particolarmente accentuata, in quanto gli investitori hanno optato per attività più liquide e meno rischiose. Le aspettative di cambio, i differenziali d'interesse, gli andamenti del mercato azionario e i differenziali di crescita sono tutti fattori che hanno contribuito a determinare la configurazione dei flussi di capitali. Le recessioni statunitense e britannica hanno ridotto gli investimenti verso questi due paesi. Il calo dei tassi d'interesse sul dollaro rispetto a quelli sulle altre principali valute ha inoltre ridotto la domanda estera di obbligazioni USA. Vi sono state altresì indicazioni che i flussi di investimento estero in entrata e in uscita dei paesi che solo di recente hanno liberalizzato i movimenti di capitali hanno iniziato a sopravanzare quelli dei paesi che avevano deregolamentato in precedenza.

Investimenti di portafoglio

... per la forte riduzione degli investimenti giapponesi

La scomparsa del differenziale d'interesse a favore delle attività in dollari ha contribuito, lo scorso anno, a una riduzione di \$ 73 miliardi nei deflussi di portafoglio dal Giappone. In realtà, i tassi a breve sullo yen, che erano saliti al di sopra di quelli sul dollaro a fine 1989, sono rimasti per tutto l'anno superiori ai tassi USA, mentre il premio d'interesse a lungo termine sugli strumenti denominati in dollari si è progressivamente ridotto per gran parte dell'anno. Le forti perdite del mercato azionario hanno altresì indotto talune istituzioni a rimpatriare fondi a fini di "window dressing". Un fattore di più lungo periodo è costituito dal fatto che la diversificazione delle istituzioni finanziarie a favore di titoli esteri – che ha alimentato i deflussi di portafoglio giapponesi dal 1985 – pare essersi esaurita. A fine 1990, ad esempio, le disponibilità in titoli esteri delle compagnie di assicurazione sulla vita rappresentavano il 30% del totale dei loro portafogli titoli, contro quasi il 34% a fine 1989. Inoltre, vi è stato un netto calo nell'emissione di obbligazioni societarie all'estero: le emissioni nette sono scese da \$ 76 miliardi nel 1989 a circa \$ 31 miliardi. Dato che una quota significativa di questi titoli veniva rivenduta a residenti giapponesi poco dopo l'emissione, ciò dava tipicamente origine a deflussi e afflussi di fondi più o meno simultanei. Questo vale in modo particolare per le obbligazioni in valuta estera collegate ad azioni. L'attrattiva di questi titoli è stata gravemente pregiudicata dalla caduta del mercato azionario di Tokyo agli inizi del 1990; di fatto, le emissioni internazionali di azioni e di obbligazioni collegate ad azioni da parte di soggetti giapponesi sono state sospese da fine marzo ai primi di luglio.

Gli investitori USA aumentano i collocamenti all'estero ...

Gli investitori USA, per contro, hanno aumentato le proprie acquisizioni di titoli esteri. In particolare, vi sono indicazioni che i fondi pensione USA, che per tradizione investivano quasi interamente in titoli interni, hanno iniziato a operare una diversificazione a favore di attività estere.

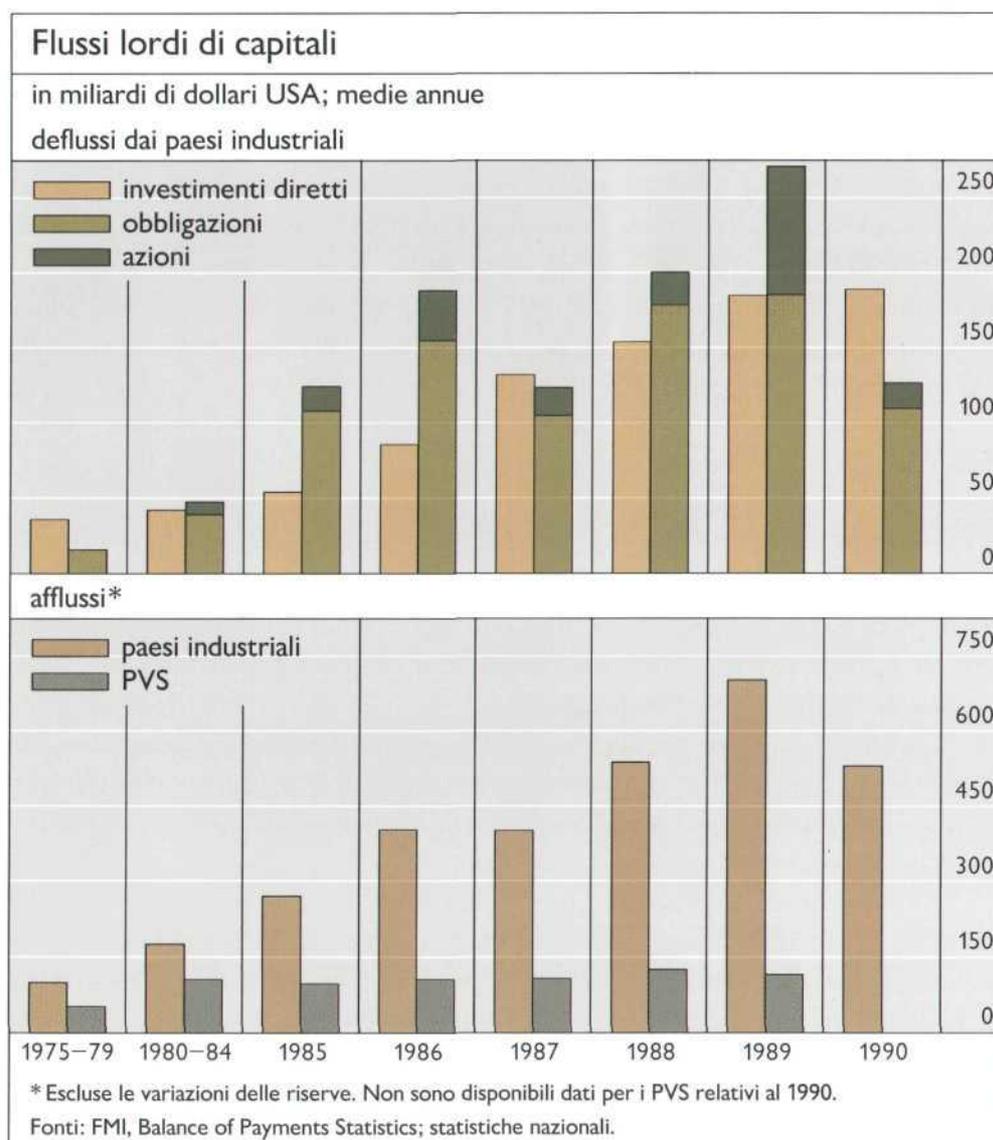
... e i flussi europei si contraggono

Lo scorso anno, i deflussi di portafoglio tedeschi e britannici sono entrambi fortemente calati. Per contro, i deflussi da altri paesi CEE sono aumentati, forse in conseguenza dell'ulteriore liberalizzazione degli investimenti sull'estero da parte di istituzioni finanziarie quali i fondi pensione e le compagnie di assicurazione. La forte contrazione degli investimenti di portafoglio all'estero dei residenti britannici è ascrivibile ad un considerevole riorientamento dell'investimento istituzionale dopo i massicci investimenti esteri negli ultimi anni ottanta.

Nel 1989, allorché le aspettative di un deprezzamento della sterlina erano al culmine, le istituzioni finanziarie non bancarie britanniche avevano accresciuto di oltre £ 13 miliardi i loro investimenti in azioni estere, mentre nuovi investimenti in azioni interne erano ammontati a poco più di £ 5 miliardi. Questa tendenza ha segnato un'inversione nel 1990, quando, con la rinnovata fiducia nella sterlina, si è avuto un disinvestimento in azioni ordinarie estere per £ 2,3 miliardi, mentre sono stati collocati sul mercato azionario interno oltre £ 11 miliardi. A seguito dell'aumento dei tassi d'interesse sulle attività in marchi, anche gli investitori tedeschi si sono orientati in misura crescente verso il mercato interno. Inoltre, la maggior parte delle obbligazioni estere acquisite lo scorso anno da residenti tedeschi era denominata in marchi, mentre negli anni precedenti la quota dei titoli in moneta nazionale era solitamente stata inferiore a un terzo.

L'aspetto che ha caratterizzato la configurazione degli afflussi di portafoglio è stata la minore attrattiva dei mercati finanziari USA, in quanto la recessione e il calo dei tassi d'interesse hanno depresso la domanda di titoli statunitensi. Lo scorso anno, gli investitori giapponesi sono stati di fatto venditori netti di titoli USA per l'ammontare di circa \$ 16 miliardi, dopo aver effettuato acquisti netti

Scema l'attrattiva dei mercati statunitense e britannico



Movimenti di capitali in tredici paesi industriali								
Voci	1975-79	1980-84	1985	1986	1987	1988	1989	1990 ¹
	in miliardi di dollari USA, medie annue							
Investimenti di portafoglio								
Totale deflussi ²	17,0	45,7	119,6	180,3	122,7	197,0	266,7	157,6
Stati Uniti	5,8	5,8	7,5	4,3	5,3	7,9	21,9	26,7
Giappone	2,6	13,8	59,8	102,0	87,7	87,0	113,1	39,7
Comunità europea ³	3,8	18,7	43,8	62,9	20,8	85,6	116,0	83,0
<i>Francia</i>	0,9	1,2	2,5	6,0	3,3	4,2	6,7	6,8
<i>Germania</i>	1,5	4,3	11,0	9,7	13,5	41,4	26,7	14,6
<i>Regno Unito</i>	0,8	10,8	24,7	34,0	-6,7	17,8	58,8	28,5
Altri ⁴	4,8	7,4	8,5	11,1	8,9	16,5	15,6	8,2
Totale afflussi ⁵	21,8	57,3	146,4	170,3	110,6	153,1	288,9	160,5
Stati Uniti	4,6	16,7	71,4	74,8	34,5	46,6	69,5	5,2
Giappone	3,0	11,9	16,7	0,5	-6,1	20,3	85,1	34,7
Comunità europea ³	8,1	17,1	38,6	65,4	62,0	61,4	107,7	97,5
<i>Francia</i>	1,3	5,2	8,9	7,8	8,7	11,9	29,0	39,5
<i>Germania</i>	3,9	8,7	12,5	33,5	11,4	-2,3	21,8	14,8
<i>Regno Unito</i>	1,7	1,6	12,5	17,9	33,8	25,3	17,4	9,7
Altri ⁴	6,1	11,6	19,7	29,6	20,2	24,8	26,6	23,1
Investimenti diretti								
Totale deflussi ²	34,1	39,6	53,7	86,0	131,0	154,0	189,3	202,8
Stati Uniti	15,9	9,6	13,2	18,7	31,0	16,2	31,7	36,4
Giappone	2,1	4,3	6,5	14,5	19,5	34,2	44,1	48,0
Comunità europea ³	14,0	20,7	23,1	40,6	62,4	76,0	89,1	96,0
<i>Francia</i>	1,6	2,9	2,3	5,3	8,8	12,7	18,1	26,6
<i>Germania</i>	3,0	3,6	4,9	10,0	9,1	11,4	14,2	22,5
<i>Regno Unito</i>	6,2	9,3	10,7	17,2	31,4	37,3	35,6	17,5
Altri ⁴	2,1	5,0	10,9	12,2	18,1	27,6	24,4	22,4
Totale afflussi ⁵	18,4	34,2	33,4	58,7	92,0	120,5	155,0	114,9
Stati Uniti	6,1	18,6	19,0	34,1	46,9	58,4	72,2	25,7
Giappone	0,1	0,3	0,6	0,2	1,2	-0,5	-1,1	-1,8
Comunità europea ³	10,6	13,3	12,2	17,1	34,0	49,5	69,8	72,2
<i>Francia</i>	1,9	2,2	2,2	2,8	4,7	7,2	9,7	8,1
<i>Germania</i>	1,3	0,8	0,5	1,1	1,9	1,0	6,8	1,5
<i>Regno Unito</i>	4,2	5,3	4,7	7,3	14,1	18,3	28,8	31,6
Altri ⁴	1,6	2,0	1,6	7,3	9,9	13,1	14,1	15,2

¹ In parte stime. ² Incremento delle attività dei residenti. ³ Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna e UEEL. ⁴ Altri paesi del Gruppo dei Dieci più Australia. ⁵ Incremento delle attività dei non residenti.

Fonti: statistiche nazionali; FMI, Balance of Payments Statistics.

per oltre \$ 26 miliardi nel 1989. Anche gli afflussi per investimenti di portafoglio nel Regno Unito sono rimasti depressi per la maggior parte del 1990, benché vi siano stati alcuni segni di ripresa verso la fine dell'anno. Per contro, i maggiori afflussi registrati in Germania nel 1989 sono proseguiti lo scorso anno. Tuttavia, il profilo temporale degli acquisti esteri di obbligazioni tedesche è stato assai irregolare, in quanto i residenti esteri, che erano stati venditori netti nel primo

trimestre, hanno acquistato titoli di stato tedeschi su vasta scala soltanto nel quarto trimestre, quando i rendimenti si situavano intorno al 9%. Anche gli afflussi in Francia sono sensibilmente aumentati.

Investimenti diretti

L'andamento dei flussi aggregati di investimenti diretti è di difficile interpretazione in quanto le statistiche sui deflussi e quelle sugli afflussi danno indicazioni discordanti. Mentre i deflussi identificati aggregati sono aumentati di \$ 13 miliardi, gli afflussi aggregati notificati sono diminuiti di circa \$ 40 miliardi. Vi sono talune indicazioni che lo scorso anno gli afflussi in alcuni paesi industriali minori non compresi nella tabella di pagina 93 siano aumentati, ma ciò non basterebbe a spiegare la discrepanza statistica. Sulla base dei dati finora disponibili, ancora incompleti, nel 1990 l'investimento diretto aggregato nei PVS pare essere rimasto pressoché invariato. La discrepanza sembra quindi imputabile piuttosto alla disomogeneità nelle procedure di rilevazione e contabilizzazione: è difforme il trattamento degli investimenti delle affiliate estere, dei guadagni e delle perdite in conto capitale, dell'attività nei centri *offshore* e degli utili non rimpatriati.

E' chiaro tuttavia che gli investimenti diretti nella Comunità europea hanno sopravanzato quelli negli Stati Uniti. Tali investimenti sono di natura spiccatamente congiunturale; pertanto la continuazione della crescita in Europa allorché gli Stati Uniti erano entrati in recessione potrebbe essere un importante fattore all'origine di questo riorientamento. Anche la preparazione al mercato unico europeo è spesso citata come causa importante. Tuttavia, gli afflussi continuano a essere distribuiti in modo disuguale fra i vari paesi CEE, in quanto il Regno Unito mostra una quota sproporzionatamente ampia pur essendo in recessione, mentre la Germania ha una quota relativamente modesta. L'unificazione tedesca è troppo recente perché le opportunità d'investimento nella Germania orientale abbiano attratto investimenti diretti esteri su vasta scala.

Nel 1990 l'investimento diretto all'estero degli Stati Uniti si è accresciuto, benché molto meno che nel 1989. L'investimento diretto all'estero dell'Europa continentale ha segnato un nuovo forte incremento: lo scorso anno, Francia e Germania insieme hanno investito circa quanto il Giappone.

Il finanziamento degli squilibri di parte corrente nei paesi industriali

Al pari del 1989, i disavanzi di parte corrente nei paesi industriali sono stati generalmente finanziati da afflussi di capitali non ufficiali e non attingendo alle riserve. Come negli ultimi anni, gli elevati tassi d'interesse nominali in paesi con inflazione superiore alla media hanno indotto afflussi di capitali più che sufficienti per finanziare i pur ampi disavanzi correnti.

Gli afflussi in *Italia*, *Spagna* e *Svezia* sono stati sufficienti non solo a finanziare ampi e crescenti disavanzi di parte corrente, ma anche ad aumentare notevolmente le riserve ufficiali (Capitolo VIII). Anche la *Francia*, paese ora a bassa inflazione, che aveva parimenti segnato un leggero aggravamento del disavanzo corrente lo scorso anno, ha registrato afflussi non ufficiali di molto superiori al disavanzo stesso, e quindi un considerevole incremento delle riserve.

Ambiguità dei dati sull'investimento diretto

Accresciuto interesse per la Comunità europea

Massiccio afflusso di capitali nei paesi ad alta inflazione

Incoerenze nei
dati sul finanzia-
mento del
disavanzo USA

Lo scorso anno, gli afflussi tramite le banche sono stati particolarmente ampi nei paesi con elevati tassi d'interesse, che non soltanto hanno attratto depositi in moneta nazionale di non residenti, ma hanno anche indotto i residenti a mutuare fondi in valuta estera dalle banche interne. A loro volta, le banche hanno limitato le risultanti esposizioni in valuta indebitandosi all'estero. Le caratteristiche principali degli andamenti dei prestiti bancari in valuta a residenti e dei flussi attraverso il sistema bancario sono trattate nel Capitolo VI.

Il calo di \$ 27 miliardi nelle attività monetarie ufficiali nette degli *Stati Uniti* è dovuto all'incremento di quasi \$ 30 miliardi nelle passività verso detentori ufficiali esteri nei paesi industriali. La lenta crescita dell'economia USA, il costante deprezzamento del dollaro e il movimento dei differenziali d'interesse

Finanziamento dei maggiori squilibri di parte corrente nei paesi industriali				
Voci	1987	1988	1989	1990
	in miliardi di dollari USA			
Stati Uniti				
Movimenti di capitali	105,4	92,6	126,8	72,2
di cui: investimenti diretti	15,8	42,2	40,5	-10,7
investimenti di portafoglio ¹	29,2	38,7	47,6	-21,5
fondi bancari (diversi dai precedenti)	46,9	13,9	10,5	20,6
discrepanza statistica	6,8	- 8,4	22,4	73,0
Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta ²	56,9	36,3	-16,8	27,1
Giappone				
Movimenti di capitali	-44,8	-64,1	-81,9	-56,7
di cui: investimenti diretti	-18,4	-34,7	-45,2	-46,2
investimenti di portafoglio	-93,8	-66,7	-28,0	- 5,0
fondi bancari (diversi dai precedenti)	71,8	44,5	8,6	-13,6
discrepanza statistica	- 3,9	2,8	-22,0	-20,9
Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta ²	-42,3	-15,5	24,7	20,9
Germania				
Movimenti di capitali ³	-22,8	-69,8	-67,3	-40,4
di cui: investimenti diretti	- 7,2	-10,4	- 7,4	-21,0
investimenti di portafoglio ⁴	- 2,0	-43,7	- 4,9	0,3
fondi bancari, a breve	- 4,1	-10,4	-30,3	- 0,9
altri fondi privati, a breve	- 5,7	-12,5	-27,4	-12,0
Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta ²	-23,4	19,2	10,0	- 6,9
Regno Unito				
Movimenti di capitali	20,3	28,2	22,2	19,4
di cui: investimenti diretti	-17,3	-19,0	- 6,8	14,1
investimenti di portafoglio	40,5	7,5	-41,4	-18,8
fondi bancari (diversi dai precedenti)	0,4	22,1	24,0	13,1
discrepanza statistica	- 0,2	13,6	24,7	6,6
Variazioni nella posizione monetaria ufficiale netta ²	-13,1	- 0,5	10,4	2,3

¹ Compresi i titoli del Tesoro USA. ² La posizione monetaria ufficiale netta è rappresentata dalle riserve in oro e valute estere meno le passività verso autorità monetarie estere, esclusi gli aggiustamenti di cambio. Il segno (-) indica un aumento delle attività ufficiali. ³ Compresa la discrepanza statistica. ⁴ Compresi i titoli emessi da mutuatari interni ufficiali.

svaforevole alle attività denominate in dollari hanno causato una riduzione dell'investimento estero diretto e di portafoglio negli Stati Uniti da circa \$ 142 miliardi nel 1989 a meno di \$ 31 miliardi nel 1990. Per contro, le passività delle banche USA sono aumentate, particolarmente nel secondo semestre dell'anno, allorché la crisi del Golfo ha indotto uno spostamento nelle preferenze a favore delle attività a breve. A seguito dei maggiori investimenti all'estero di soggetti non bancari USA, i flussi di capitali non ufficiali sono stati in complesso quasi nulli. Tuttavia, queste stime, che sono provvisorie, comportano una discrepanza statistica di circa \$ 73 miliardi, la quale – posto che le partite correnti siano state misurate correttamente – fa ritenere che vi sia una forte sottovalutazione degli afflussi di capitale o una corrispondente sopravvalutazione dei deflussi.

Lo scorso anno, i deflussi per investimenti diretti hanno superato l'eccedenza corrente del Giappone. Per la prima volta in molti anni, le acquisizioni giapponesi di titoli esteri hanno leggermente sopravanzato le acquisizioni estere di titoli giapponesi: il deflusso netto è stato di soli \$ 5 miliardi. Il deterioramento della posizione monetaria ufficiale netta del paese è ascrivibile a un calo delle riserve ufficiali per \$ 5¹/₂ miliardi (dovuto ai massicci interventi nel primo trimestre, quando lo yen era prossimo ai minimi storici) nonché a un incremento di \$ 15 miliardi nelle passività ufficiali, per effetto di un aumento delle disponibilità estere di titoli di Stato a breve. Tuttavia, ancora una volta si è avuta una considerevole discrepanza statistica, di segno opposto a quella registrata per gli Stati Uniti.

Nel 1990, gli investimenti diretti netti tedeschi all'estero si sono triplicati. Dato che il saldo dei deflussi di capitali non ufficiali dalla Germania si è ridotto anche più dell'avanzo corrente del paese, le attività monetarie ufficiali nette hanno segnato un incremento di \$ 7 miliardi che fa seguito alla contrazione registrata nel 1989. Ciò ha assunto principalmente la forma di un aumento delle riserve, in quanto le passività verso le autorità monetarie estere – che si erano espanse considerevolmente l'anno precedente – sono cresciute in misura piuttosto modesta.

Gli investimenti diretti netti all'estero superano l'eccedenza corrente in Giappone ...

... e ammontano a circa la metà dell'avanzo in Germania

Andamenti delle partite correnti e finanziamento esterno dei paesi in via di sviluppo

Lo scorso anno, il disavanzo aggregato di parte corrente dei PVS si è ridotto di quasi \$ 18¹/₂ miliardi (si veda la tabella seguente). Questo miglioramento è ascrivibile all'ancor più forte incremento dell'avanzo commerciale aggregato, pari a oltre \$ 29 miliardi. Tuttavia, come illustrato nel Capitolo III, gli andamenti dell'interscambio, e quindi le tendenze delle partite correnti, sono stati assai differenziati nei vari gruppi di paesi. I cospicui miglioramenti delle ragioni di scambio hanno aumentato i proventi da esportazione dei produttori di petrolio. Molti dei paesi debitori di questo gruppo hanno utilizzato il risultante margine di manovra per aumentare le importazioni rispetto ai precedenti livelli depressi, cosicché la loro posizione di parte corrente è migliorata solo leggermente. La crisi del Golfo e il successivo conflitto hanno fortemente perturbato le importazioni dei produttori di petrolio del Medio Oriente, contribuendo alla formazione di cospicue eccedenze esterne. Per contro, il saldo estero dei paesi non esportatori di petrolio è migliorato, seppure solo di poco.

Cala il disavanzo dei PVS

Crescono
gli oneri
del servizio
del debito

Il saldo negativo dei pagamenti in conto reddito da investimenti si è espanso di ulteriori \$ 2 miliardi, principalmente a causa di un incremento del debito estero di quasi il 6%. Il tasso d'interesse implicito sul debito in essere è sceso leggermente, dal 7^{1/2}% nel 1989 a poco più del 7% lo scorso anno. Come nei due anni precedenti, nel 1990 gli esborsi effettivi in conto interessi sono stati nettamente inferiori a quelli dovuti (compresi nei dati di parte corrente) e gli arretrati su interessi appaiono aumentati di ulteriori \$ 12 miliardi.

Aumento delle
riserve ...

La riduzione del disavanzo corrente dei PVS indebitati (ossia tutti i PVS ad eccezione degli esportatori di petrolio creditori netti), sceso a \$ 40 miliardi, si è accompagnata lo scorso anno ad un incremento di \$ 19 miliardi nel finanziamento esterno (si veda la tabella a pagina 98). Di conseguenza, le riserve internazionali di questi paesi sono aumentate di quasi \$ 30 miliardi. Questo incremento è ascrivibile per lo più agli esportatori di petrolio, insieme a Cina, Malaysia e Thailandia (Capitolo VIII). L'Argentina ha parimenti registrato un ampio incremento delle riserve, benché soprattutto a seguito del suo maggiore avanzo commerciale indotto dalla recessione e dell'ulteriore accumulo di arretrati. Per contro, il saldo aggregato delle riserve del gruppo di paesi minori a basso reddito si è deteriorato; anche l'India e le Filippine hanno subito un netto calo delle riserve.

... e migliore
accesso ai fondi
esteri dei paesi
che stanno
attuando
riforme ...

Taluni segni incoraggianti della ferma attuazione delle riforme economiche in vari paesi indebitati esportatori di petrolio hanno contribuito al miglioramento della loro situazione finanziaria esterna. Benché i fondi mutuati presso creditori ufficiali siano rimasti la principale fonte di finanziamento esterno, questi paesi sono stati anche in grado, lo scorso anno, di attingere ai mercati finanziari internazionali. E' altresì migliorato l'accesso al credito bancario "spontaneo". Nel secondo semestre 1990 le banche dichiaranti alla BRI hanno accordato nuovi crediti a Camerun e Messico, mentre quelli erogati all'Indonesia sono passati da \$ 1,6 miliardi nel 1989 a oltre \$ 5 miliardi lo scorso anno. Inoltre, dopo un

Saldi delle bilance dei pagamenti correnti per gruppi di paesi

Gruppi di paesi	Saldo delle partite correnti					Saldo dei redditi di capitale				
	1986	1987	1988	1989	1990	1986	1987	1988	1989	1990
	in miliardi di dollari USA									
Paesi industriali	-23,0	-55,5	-50,0	- 78,3	- 92,8	- 5,2	- 7,5	- 8,8	-10,9	- 7,4
Paesi dell'Europa orientale ¹	0,5	9,0	6,1	- 3,0	- 9,5	- 8,0	- 8,4	- 8,1	- 9,0	-10,5
NIEs dell'Asia	23,2	30,4	28,5	23,8	14,9	0,1	0,9	3,0	4,3	5,9
Paesi in via di sviluppo	-68,0	-34,9	-52,6	- 43,2	- 25,0	-40,6	-47,4	-51,1	-55,2	-57,2
Esportatori di fonti di energia ²	-32,8	- 8,0	-23,3	- 6,1	6,4	0,4	- 5,6	- 5,0	- 5,7	- 6,9
Non esportatori di fonti di energia	-35,2	-26,9	-29,3	- 37,1	- 31,4	-41,0	-41,8	-46,1	-49,5	-50,3
Totale ³	-67,3	-51,0	-68,0	-100,7	-112,4	-53,7	-62,4	-65,0	-70,8	-69,2
Per memoria: paesi fortemente indebitati ⁴	-18,7	- 9,6	-12,6	- 9,1	- 9,6	-35,2	-36,5	-39,9	-44,3	-43,8

¹ Saldi in valute convertibili. ² Paesi le cui esportazioni di fonti di energia nel 1984-86 sono ammontate in media a oltre il 50% del totale delle esportazioni. ³ Pari alla discrepanza mondiale. ⁴ Esclusa la Jugoslavia.

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

Paesi in via di sviluppo: finanziamento esterno stimato dei disavanzi correnti ¹						
Voci	PVS debitori netti ²			di cui: paesi indebitati esportatori di fonti di energia		
	1988	1989	1990	1988	1989	1990
	in miliardi di dollari USA					
Saldo delle partite correnti	-48	-45	-40	-19	-8	-7
Variazioni delle attività sull'estero (- = aumento)	-4	-9	-33	9	-2	-12
<i>Riserve ufficiali</i>	5	-9	-28	12	-3	-6
<i>Altre attività</i>	-9	0	-5	-3	1	-6
Finanziamento esterno ³	52	54	73	10	10	19
Indebitamento verso creditori ufficiali	29	29	36	8	10	13
Indebitamento verso creditori privati ⁴	10	9	24	-2	-8	1
<i>di cui: aumento degli interessi arretrati⁵</i>	9	15	12	..	..	..
Prestiti del FMI	-3	-1	-2	0	2	3
Altri	16	17	15	4	6	2
<i>di cui: investimenti diretti⁵</i>	15	18	19	3	5	5
<i>Per memoria:</i>						
<i>variazione delle passività verso le banche dichiaranti alla BRI⁶</i>	3	-22	-19	-2	-4	-20

¹ Il totale può non coincidere con la somma delle singole voci a causa degli arrotondamenti. ² Escluse le NIEs dell'Asia e i maggiori paesi esportatori di fonti di energia del Medio Oriente in posizione creditoria. ³ Pari alla somma del saldo corrente e della variazione nelle attività esterne, con segno invertito. ⁴ Compresi interessi arretrati. ⁵ Dati stimati e incompleti. ⁶ Esclusi i crediti bancari ai centri offshore. I dati escludono gli effetti di valutazione dovuti alle variazioni di cambio, ma includono le fluttuazioni del valore di bilancio delle attività bancarie dovute a riduzioni o cancellazioni di debito.

Fonti: FMI, World Economic Outlook; BRI, Evoluzione dell'attività bancaria e del mercato finanziario internazionale.

decennio di quasi totale assenza, il Messico e il Venezuela hanno potuto riaccedere al mercato obbligazionario internazionale, peraltro raccogliendo fondi per un importo modesto. Pure gli afflussi in questi paesi di capitali non generatori di debito appaiono accresciuti di recente, in quanto l'investimento estero in azioni si è intensificato in Messico, Indonesia e Venezuela. Infine, varie società nazionali hanno tratto beneficio dalle riforme economiche e dalle politiche di privatizzazione per emettere con successo azioni all'estero.

Quanto ai non esportatori di petrolio, vari paesi latino-americani hanno riguadagnato l'accesso ai mercati finanziari internazionali e hanno altresì ottenuto finanziamenti bancari. Invece, la maggior parte degli altri PVS al di fuori dell'Asia ha continuato a incontrare gravi difficoltà finanziarie. Nella maggior parte dei casi, il loro fabbisogno ha potuto essere soddisfatto soltanto ricorrendo a fondi ufficiali o con un ulteriore incremento degli arretrati su interessi, saliti ora a circa \$ 40 miliardi.

... tuttavia la maggior parte dei PVS continua a incontrare difficoltà

V. I mercati finanziari nazionali

Aspetti salienti

Nel 1990 i corsi azionari sono in generale calati, mentre i rendimenti a lungo termine hanno chiuso l'anno su livelli invariati o leggermente più alti. Il prezzo del petrolio è stata una determinante fondamentale degli andamenti globali, poiché i mercati obbligazionari si sono concentrati sulle sue implicazioni inflazionistiche, e i mercati azionari hanno mostrato di considerarlo un elemento chiave nel determinare la probabilità di una recessione mondiale. I mercati hanno cominciato a riprendersi nel quarto trimestre del 1990 per poi acquistare vigore nei primi mesi di quest'anno. Con il rallentare dell'attività economica i prezzi degli immobili hanno mostrato un sensibile cedimento in diversi paesi.

Taluni sviluppi prodottisi durante il periodo in esame potrebbero avere conseguenze durevoli per i mercati finanziari a livello mondiale. La forte correzione al ribasso dei corsi azionari in Giappone ha avuto un impatto notevole sulle istituzioni finanziarie e sui flussi internazionali di fondi. Essa potrebbe altresì comportare certe difficoltà per le imprese allorché queste dovranno rifinanziare alla scadenza le obbligazioni collegate ad azioni. Il diffuso indebolimento dell'attività economica ha palesato la fragilità di taluni segmenti del settore finanziario. Lo scorso anno gli operatori in titoli nei maggiori centri finanziari hanno subito perdite o una marcata diminuzione degli utili. In parecchi paesi anche le banche hanno accusato sensibili cali di redditività oppure incrementi soltanto modesti rispetto a livelli già relativamente depressi. In taluni segmenti dell'intermediazione creditizia negli Stati Uniti e in Norvegia vi è stata la diffusa presenza di serie difficoltà finanziarie, mentre problemi più localizzati sono emersi in Australia, Svezia e Giappone.

Diversi fattori connessi alla protratta fase di alta congiuntura economica hanno contribuito all'attuale debolezza nel settore finanziario: l'ampiezza delle variazioni nei prezzi delle azioni e degli immobili unita alla crescente esposizione a tali movimenti; il maggiore indebitamento del settore privato; la forte espansione dei servizi finanziari sulla scia dell'innovazione e della deregolamentazione. Alcune aree del settore finanziario si trovano ora nella necessità di un consolidamento.

La liberalizzazione dei mercati finanziari è destinata a proseguire. Negli Stati Uniti il Tesoro ha recentemente presentato un programma che prevede la revoca delle restrizioni all'attività bancaria interstatale e un forte ampliamento delle possibilità operative delle banche. In Giappone è data per imminente la pubblicazione di proposte concrete per promuovere la desegmentazione del settore finanziario, mentre continua la liberalizzazione dei tassi d'interesse sui depositi. Come si è detto nella Relazione dello scorso anno, nella Comunità europea l'adozione della Seconda Direttiva bancaria alla fine del 1989 e della

connessa legislazione agli inizi del 1990 ha reso piú netti i contorni del mercato unico dei servizi finanziari. La completa liberalizzazione dei movimenti di capitali in Francia e Italia, lo scorso anno, ha costituito un passo significativo verso la sua attuazione.

In siffatto contesto assume particolare rilevanza il rafforzamento della regolamentazione e della vigilanza prudenziali. Il programma presentato dal Tesoro USA contiene proposte per una riforma del quadro di controllo prudenziale. A livello internazionale, agli inizi del 1991 il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha proposto un chiarimento della definizione del patrimonio compresa nell'accordo del 1988 sui coefficienti patrimoniali minimi delle banche; sono inoltre in corso lavori per incorporare nello schema i rischi di mercato. Durante il periodo sotto rassegna sono stati intrapresi ulteriori passi per rafforzare il coordinamento fra gli organismi preposti al controllo delle istituzioni bancarie, degli operatori in titoli e delle imprese di assicurazione.

Andamenti dei tassi d'interesse a lungo termine

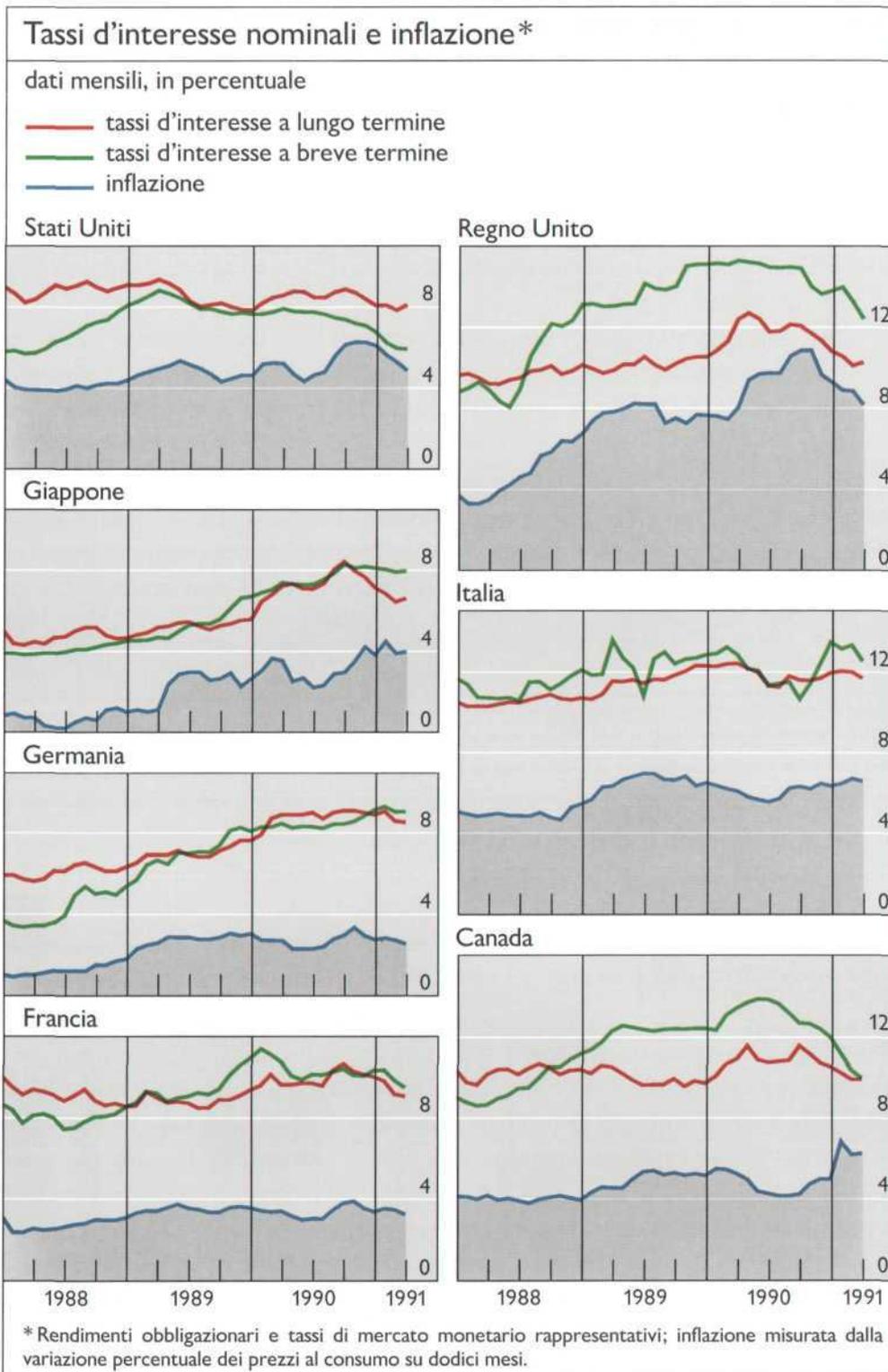
Pur avendo subito ampie oscillazioni nel corso dell'anno, praticamente in tutti i mercati i tassi d'interesse a lungo termine hanno chiuso il 1990 su valori invariati o leggermente piú alti. Il primo trimestre del 1991 è stato invece caratterizzato da un calo generale dei tassi.

I rendimenti a lungo termine si erano mossi al rialzo nei primi mesi del 1990; in seguito essi hanno segnato una flessione negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre sono rimasti sostenuti in Giappone e in Germania. Il forte rincaro del petrolio che è seguito all'invasione del Kuwait in agosto ha acuito i timori di inflazione e ha depresso considerevolmente i prezzi delle obbligazioni in quanto i rendimenti a lunga sono aumentati di 50–150 punti base nei principali mercati. I tassi sono rimasti stabili durante tutto il quarto trimestre in Germania e in Svizzera, hanno segnato una certa flessione in Belgio e Francia, e sono nettamente calati negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito. Nel primo trimestre di quest'anno i rendimenti sono ovunque diminuiti, eccetto che negli Stati Uniti, dove non hanno mostrato variazioni di rilievo.

La discesa dei corsi obbligazionari in Giappone, nel Regno Unito e in Germania nell'ultima parte del 1989 e agli inizi del 1990 era in gran parte dovuta a politiche monetarie restrittive e ad aspettative inflazionistiche. I tassi a lunga nel Regno Unito erano fortemente saliti in reazione ai dati economici sul quarto trimestre 1989, che indicavano una vigorosa domanda aggregata e un'inflazione in ascesa. In Germania i rendimenti sono aumentati nei primi mesi del 1990, allorché la combinazione di una politica monetaria restrittiva, di una robusta crescita e dell'imminente unione monetaria con la Repubblica democratica tedesca ha suscitato aspettative di piú elevati tassi futuri. Il calo dei corsi obbligazionari in Giappone era il riflesso del progressivo inasprimento della politica monetaria e di una sostanziale revisione delle aspettative degli investitori, giacché la manovra monetaria non è stata allentata nemmeno quando sono bruscamente caduti i corsi azionari. I piú alti tassi sul mercato statunitense sono in parte ascrivibili a una massiccia emissione di titoli di Stato, in parte destinati a finanziare la liquidazione delle casse di risparmio disestate, e alla piú debole

L'andamento generale nel periodo sotto rassegna

Aumenti diffusi nei primi mesi del 1990



domanda estera di titoli USA causata dal calo dei differenziali positivi di rendimento sulle obbligazioni estere. Si sono parimenti create aspettative di un rafforzamento dei tassi allorché sono venuti meno i timori di una grave recessione e presso gli investitori ha guadagnato terreno il convincimento che l'economia americana avrebbe sperimentato un "atterraggio morbido".

Con il trascorrere del secondo trimestre le indicazioni di debolezza dell'attività economica hanno determinato un certo ribasso dei tassi a lunga negli

Stati Uniti e nel Regno Unito. I tassi del mercato USA hanno iniziato a flettere in maggio dopo la pubblicazione dei dati non favorevoli sull'occupazione e sulle vendite di auto e sono ulteriormente calati fino a estate inoltrata in presenza di crescenti aspettative di una decelerazione economica e di un leggero allentamento della politica monetaria. Malgrado i dati deludenti sulla dinamica dei salari e dei prezzi al dettaglio, nel secondo trimestre i tassi nel Regno Unito hanno iniziato a cedere allorché le voci di un'imminente adesione agli Accordi europei di cambio (AEC) dello SME hanno indotto una riconsiderazione del rischio di cambio della sterlina.

Successivi cali negli Stati Uniti, nel Regno Unito ...

Nel secondo trimestre i saggi d'interesse a lungo termine sono calati nei paesi aderenti agli AEC, in particolare in Italia, Francia e Belgio, determinando una diminuzione del premio sui tassi tedeschi. Il restringimento dei differenziali d'interesse ha in parte rispecchiato la convergenza nelle dinamiche dei prezzi. Gli ampi incrementi dei corsi obbligazionari nel mercato italiano durante il primo semestre 1990 sono ascrivibili al vigore della domanda estera, la quale è fortemente aumentata a seguito del minore rischio di cambio conseguente all'ingresso della lira nella banda ristretta degli AEC nel gennaio 1990, nonché della migliorata liquidità del mercato, in virtù dell'introduzione di un sistema telematico di contrattazione.

... e in alcuni paesi aderenti agli AEC

Sulla scia della crisi del Golfo i corsi obbligazionari mondiali hanno subito una brusca caduta in quanto il rincaro del petrolio ha rafforzato i timori inflazionistici. Nella maggior parte dei mercati i tassi a lungo termine sono saliti di 50-150 punti base, facendo segnare i più forti incrementi in alcune delle economie con buone prospettive in termini di inflazione. Nei paesi aderenti agli AEC la crisi del Golfo ha determinato un temporaneo ampliamento dei differenziali positivi sui tassi tedeschi, probabilmente di riflesso alla credibilità tradizionalmente solida della politica monetaria tedesca e all'accresciuta attrattiva della Germania come alternativa agli Stati Uniti e alla Svizzera quale luogo-rifugio per gli investimenti.

Risposta alla crisi del Golfo

A fine settembre i tassi a lunga avevano toccato un punto di massimo in diversi paesi, e nel quarto trimestre essi erano calati nella maggior parte dei mercati, seppure non in Italia, Svizzera e Germania. Negli Stati Uniti i tassi sono scesi fortemente allorché la politica monetaria è stata allentata di fronte al peggiorare della situazione economica interna. Il rialzo dei corsi obbligazionari nel mercato giapponese durante il quarto trimestre ha colto molti di sorpresa. In presenza di un rallentamento nella crescita economica, di una più lenta espansione monetaria e di un attenuarsi della pressione sullo yen con il calo dei tassi d'interesse USA, gli investitori nipponici si attendevano un certo allentamento della politica monetaria. Benché tali aspettative fossero contrastate da dichiarazioni della banca centrale, esse hanno continuato ad esercitare una spinta al rialzo sui corsi delle obbligazioni. I tassi tedeschi e svizzeri sono rimasti su livelli sostenuti durante tutto il quarto trimestre, di riflesso a pressioni inflazionistiche interne e a una concomitante restrizione monetaria.

Nell'ambito dei paesi aderenti agli AEC, i tassi a lunga francesi e belgi si sono mossi al ribasso. Il loro premio sui tassi tedeschi è andato restringendosi dalla fine di ottobre, e al termine del primo trimestre 1991 esso era sceso al disotto dei livelli anteriori alla crisi del Golfo, segnando nel caso del differenziale francese una contrazione di quasi 100 punti base. I differenziali avevano annullato gran

Restringimento dei differenziali fra i paesi aderenti agli AEC

parte del loro precedente ampliamento già in ottobre, quando i mercati petroliferi e obbligazionari si sono stabilizzati in seguito allo smorzarsi dei timori inflazionistici suscitati dalla crisi del Golfo.

Cali generalizzati
nel 1991

I tassi d'interesse a lungo termine tedeschi hanno cominciato a flettere agli inizi del 1991 di riflesso alle aspettative di un calo dell'inflazione, allorché l'orientamento antinflazionistico delle autorità monetarie è stato sottolineato con un rialzo dei tassi d'interesse ufficiali. Inoltre, i proposti aumenti tributari hanno portato a un ridimensionamento delle previsioni di disavanzo pubblico. I rendimenti negli altri paesi partecipanti agli AEC hanno seguito quelli del mercato tedesco. In Giappone i tassi a lungo termine sono diminuiti di poco fino a marzo, quando sono saliti in parte sotto l'influsso delle pressioni derivanti dall'indebolimento dello yen. Negli Stati Uniti, i tassi a lunga sono calati leggermente fino a metà febbraio, per poi risalire a seguito probabilmente di una revisione delle aspettative inflazionistiche alla luce di un ulteriore allentamento della politica monetaria e della pubblicazione di dati indicanti un imprevisto vigore dell'inflazione di fondo dell'economia. Nel mercato del Regno Unito i tassi hanno segnato un calo di circa 100 punti base, poi recuperato a metà febbraio.

Andamenti dei mercati azionari

Andamenti
d'insieme

Lo scorso anno i corsi azionari sono calati praticamente ovunque (tabella di pagina 104). Tutti i mercati hanno subito notevoli perdite sulla scia dell'invasione del Kuwait, ma in Giappone, Taiwan e Corea del Sud i corsi erano già fortemente diminuiti ben prima di allora. Inizialmente la crisi del Golfo non solo ha determinato un raddoppio dei prezzi del petrolio, ma ha altresì accresciuto l'incertezza degli operatori, contribuendo inoltre a un rallentamento delle economie americana e britannica. Nei mesi di agosto e settembre gli indici azionari sono mediamente calati di quasi il 25% rispetto ai livelli di fine luglio. Sebbene in molti paesi i mercati abbiano cominciato a riprendersi nel quarto trimestre, se si eccettua la Corea del Sud alla fine dell'anno nessuno aveva riguadagnato i livelli pre-invasione. Dopo l'inizio delle ostilità a metà gennaio 1991 i corsi azionari sono saliti su scala mondiale contestualmente alla flessione dei prezzi del petrolio e dei tassi d'interesse a lungo termine e all'attenuarsi delle incertezze economiche.

L'andamento dei mercati azionari nel periodo in esame può in parte essere considerato come il riflesso di un maggiore peso attribuito alle grandezze economiche fondamentali, ossia una valutazione realistica dei rendimenti a lungo termine del capitale di rischio in rapporto a quelli di attività alternative. Una correzione dei corsi azionari in Giappone e Taiwan era stata da tempo prevista in base a siffatte considerazioni, per cui essa difficilmente può essere attribuita a specifici sviluppi economici. Inoltre, le perdite verificatesi a livello mondiale in seguito all'invasione del Kuwait, a differenza delle crisi borsistiche globali del 1987 e 1989, erano chiaramente basate su fattori macroeconomici fondamentali, al pari dei successivi guadagni intervenuti nell'ultima parte del 1990 e agli inizi di quest'anno.

In retrospettiva, tuttavia, l'ampiezza delle reazioni del mercato a taluni di questi eventi può apparire di difficile comprensione. I mercati azionari hanno reagito più violentemente allo *shock* petrolifero del 1990, nonostante la sua

minore intensità, che non ai precedenti. Analogamente, in alcuni paesi la ripresa dei corsi seguita al ribasso del petrolio pare sproporzionata alla luce delle altre incertezze che offuscano le prospettive economiche mondiali in questo scorcio d'anno.

Il 1990 è cominciato con una forte correzione al ribasso dei corsi azionari giapponesi. L'indice di mercato è sceso di quasi il 30% rispetto al massimo del 29 dicembre 1989, per poi segnare una modesta ripresa agli inizi di aprile. Non vi sono specifici fattori economici che possano facilmente spiegare l'entità del calo dei corsi. Infatti, malgrado un inasprimento della politica monetaria e un rialzo dei tassi d'interesse interni, l'economia reale è rimasta vigorosa.

Ampie correzioni
in Giappone ...

La brusca caduta degli indici azionari giapponesi ha influito negativamente sulla fiducia dei consumatori, ma non ha prodotto effetti tangibili sulla domanda interna, che è rimasta sostenuta durante tutta l'estate. Né si è trasmessa ad altri mercati azionari, come era avvenuto per la mini-crisi dell'ottobre 1989 originatasi negli Stati Uniti. Tuttavia, essa non è rimasta senza conseguenze. In reazione alle pesanti perdite subite sui valori azionari nazionali e al restringimento dei differenziali fra i tassi americani e giapponesi, gli investitori nipponici hanno notevolmente ridotto la loro domanda di titoli obbligazionari USA, diminuendo gli acquisti netti nel primo trimestre 1990 e operando ingenti disinvestimenti nel secondo. Questi sviluppi hanno coinciso con un forte aumento del livello e della instabilità dei rendimenti obbligazionari statunitensi.

Andamento dei corsi azionari nei principali mercati*						
Paesi	1990				1991	fine dicembre 1990–fine aprile 1991
	inizio agosto	fine agosto	fine settembre	fine dicembre	fine aprile	
	fine 1989 = 100					variazioni percentuali
Australia	96	91	85	78	93	19,9
Belgio	97	87	77	77	89	16,3
Canada	91	85	80	82	88	7,3
Corea del Sud	76	68	66	77	71	-7,4
Francia	95	84	75	75	87	16,1
Germania	106	91	74	78	88	13,5
Giappone	78	69	55	60	68	13,2
Hong Kong	122	109	97	107	127	18,6
Italia	105	91	81	75	84	11,5
Paesi Bassi	101	87	78	79	81	2,1
Regno Unito	97	89	82	88	103	16,0
Singapore	105	86	74	78	105	34,6
Spagna	99	87	71	75	92	22,8
Stati Uniti	101	91	87	93	106	13,7
Svezia	105	92	72	69	82	19,5
Svizzera	106	90	77	75	89	18,4
Taiwan	67	42	31	47	68	44,6

* Per gli Stati Uniti, indice composito S&P 500; per il Giappone, indice TOPIX di Tokyo; per il Regno Unito, indice FT 100; per la Germania, indice Commerzbank di Francoforte; per la Francia, indice generale CAC; per gli altri paesi, indici rappresentativi.
Fonti: borse valori nazionali.

Sensibilità degli indici azionari al prezzo del petrolio e alla dipendenza petrolifera				
Paesi	1974	1979	1986	1990
Stati Uniti				
elasticità	-0,03	-0,12	-0,18	-0,21
dipendenza petrolifera	0,6	2,0	1,4	1,0
Giappone				
elasticità	-0,05	-0,06	-0,18	-0,45
dipendenza petrolifera	2,0	3,2	4,2	1,5
Germania				
elasticità	-0,04	-0,10	-0,35	-0,47
dipendenza petrolifera	1,8	3,1	5,0	1,7
Francia				
elasticità	-0,06	0,04	-0,37	-0,36
dipendenza petrolifera	1,8	2,5	4,6	1,7

Nota: l'elasticità è misurata come variazione percentuale mensile dell'indice di borsa rappresentativo in rapporto a quello del prezzo dell'olio combustibile, in termini di media per determinati mesi. La dipendenza petrolifera è misurata come quota percentuale delle importazioni di petrolio sul PIL nell'anno precedente.

Fonti: OCSE e statistiche nazionali.

Il ribasso dei valori azionari in Giappone potrebbe avere conseguenze di lungo periodo per le imprese finanziarie e non finanziarie nipponiche. Durante la fase di rialzo delle quotazioni le società giapponesi avevano emesso un ingente volume di strumenti debitori collegati ad azioni, come obbligazioni convertibili e obbligazioni con *warrant* azionario. Dopo la caduta delle quotazioni del 1990 gli investitori potrebbero non avere più interesse a esercitare le opzioni di conversione alla scadenza. Si stima che entro la fine del 1994 verranno a maturazione obbligazioni di questo tipo per un ammontare di circa yen 20.000 miliardi, dei quali buona parte scadenti nel 1993. In assenza di una ripresa del mercato azionario giapponese, il volume del fabbisogno di rifinanziamento potrebbe diventare un importante fattore dell'evoluzione futura dei tassi d'interesse.

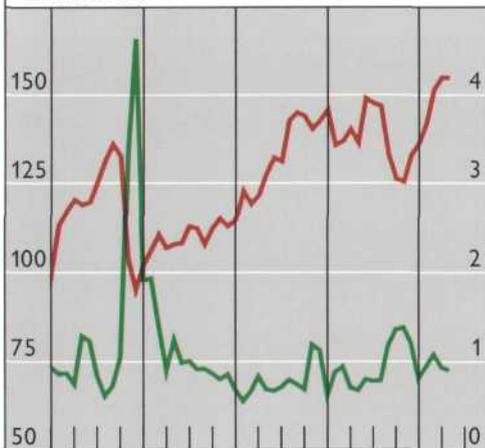
... Taiwan
e Corea del Sud

Anche i mercati azionari di Taiwan e della Corea del Sud hanno sofferto di una estrema erraticità dei corsi e di correzioni al ribasso durante il 1990. L'indice di Taiwan è caduto di ben l'80% fra il massimo di metà febbraio e il minimo dei primi di ottobre, facendo registrare una perdita equivalente a una volta e mezzo il PNL del 1989. Il mercato sud-coreano ha perso quasi il 40% rispetto al livello di fine 1989, prima di segnare un recupero a metà settembre. Il 1° agosto l'indice della borsa di Taiwan aveva già perso oltre il 40%, e quello sud-coreano circa un quarto. Nel caso di Taiwan la caduta delle quotazioni è stata innescata da un inasprimento della politica monetaria e si è prodotta nel contesto di un rallentamento della crescita reale, la quale è rimasta comunque superiore al 5%. Il precedente rialzo dei corsi era stato alimentato da un pesante ricorso a prestiti con garanzia ipotecaria, in presenza di una forte crescita dei prezzi degli immobili. Nella Corea del Sud, sebbene la crescita del prodotto sia di fatto accelerata e la politica monetaria non fosse restrittiva, sono emersi timori circa la sostenibilità della rapida espansione economica, alla luce del deterioramento delle partite correnti e dell'aggravarsi dell'inflazione.

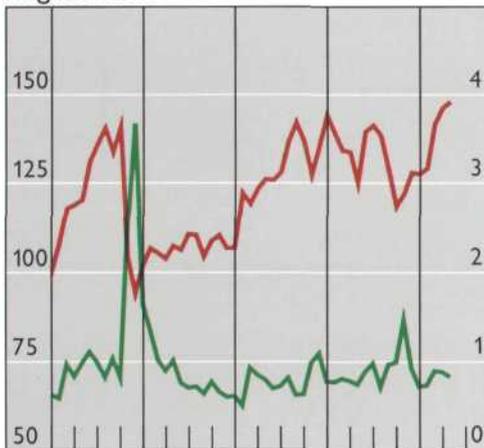
Corsi azionari e variabilità dei rendimenti

— corsi azionari¹ (ordinata sinistra)
 — variabilità dei rendimenti² (ordinata destra)

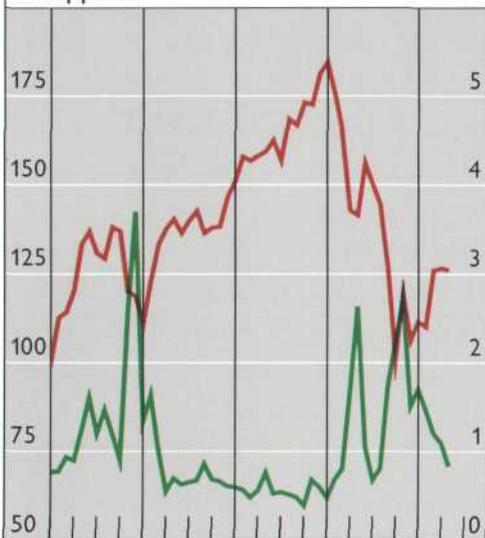
Stati Uniti



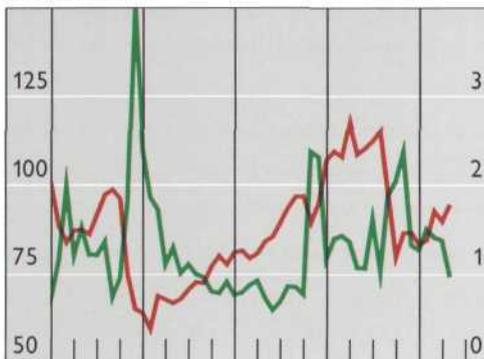
Regno Unito



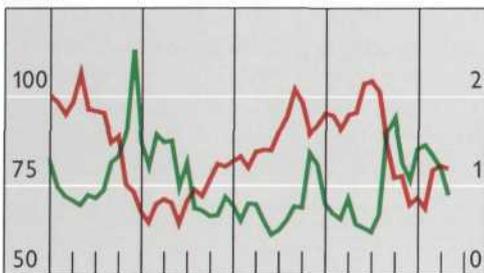
Giappone



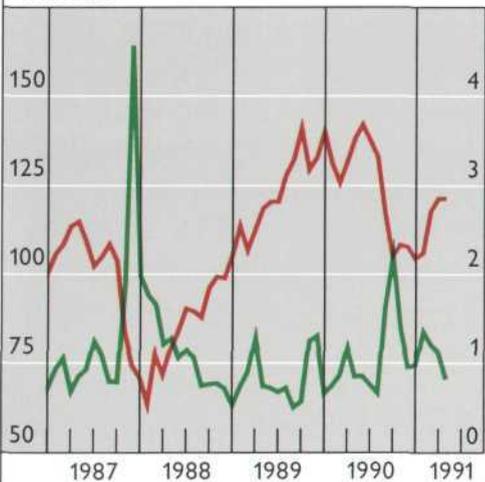
Germania



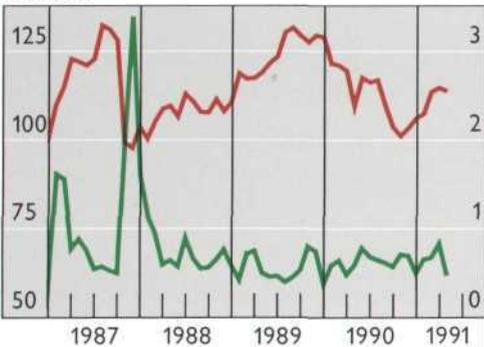
Italia



Francia



Canada



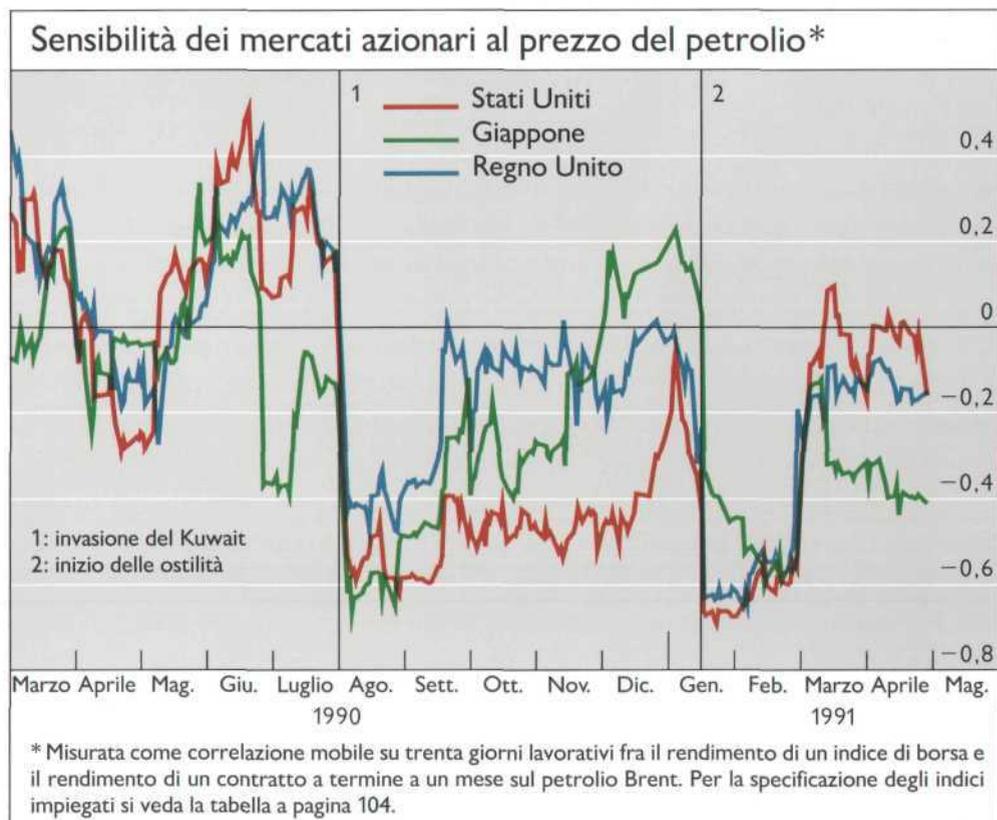
¹ Dati di fine mese, dicembre 1986 = 100. Per la specificazione degli indici impiegati si veda la tabella a pagina 104. ² Misurata come stima mensile dello scarto quadratico medio dei rendimenti percentuali giornalieri.

I prezzi delle azioni reagiscono fortemente alla crisi del Golfo...

... dato l'accentrarsi dell'attenzione sui prezzi petroliferi

Seppure la maggior parte delle previsioni facesse ritenere che l'impatto del rincaro petrolifero sull'economia reale sarebbe stato relativamente moderato (Capitolo II), lo scorso anno i mercati azionari hanno mostrato di reagire allo *shock* petrolifero in modo piú violento che in occasione dei passati episodi di forte variazione dei prezzi (tabella di pagina 105). Nei precedenti tre casi la risposta dei maggiori mercati azionari nei paesi importatori netti di petrolio fu grosso modo in linea con la loro dipendenza dalle importazioni di greggio all'epoca del rincaro. Fatta eccezione per la Francia nel 1979, una maggiore dipendenza si è generalmente associata a una piú acuta sensibilità del mercato azionario, misurata dal rapporto fra la variazione degli indici di borsa e la variazione del prezzo del petrolio. Questa correlazione viene invece chiaramente a mancare nel 1990, giacché la vigorosa reazione dei mercati è avvenuta pur in presenza di una minore dipendenza dal petrolio.

Vi sono diverse indicazioni del fatto che durante la crisi del Golfo i mercati azionari hanno concentrato la loro attenzione sugli andamenti del mercato del petrolio. Generalmente la variabilità dei corsi azionari è stata maggiore nei paesi piú dipendenti dalle importazioni di greggio come Giappone, Germania e Francia (grafico a pagina 106). Inoltre i riscontri statistici indicano un'accresciuta reattività delle quotazioni azionarie ai prezzi del petrolio con l'evolversi della crisi, come è illustrato nel grafico sottostante, che riporta le stime campionarie mobili della sensibilità giornaliera dei rendimenti di borsa al rendimento di un contratto *futures* sul petrolio. La sensibilità è cioè misurata dalla correlazione fra la variazione degli indici di borsa e la variazione del corso di un contratto a un mese sul petrolio Brent. Appare evidente come i mercati azionari non concentrassero la loro attenzione sugli andamenti del mercato petrolifero anteriormente



all'invasione del Kuwait. Prima di agosto i coefficienti di correlazione si situavano intorno allo zero, indicando l'assenza di un chiaro nesso. L'invasione ha accresciuto la sensibilità dei mercati azionari ai prezzi del petrolio, e l'avvio delle ostilità a metà gennaio ha ulteriormente accentuato tale nesso. Con il crescere della fiducia in un esito del conflitto favorevole per gli alleati i mercati azionari hanno evidentemente perso interesse per i movimenti del prezzo del petrolio, giacché i coefficienti di correlazione sono ritornati ai valori pre-invasione.

Riflettendo in ampia misura la maggiore attenzione prestata ai movimenti dei prezzi del petrolio, all'inizio di quest'anno gli indici azionari hanno segnato un forte aumento allorché sono calate decisamente le quotazioni del greggio. In diversi paesi, fra cui gli Stati Uniti e il Regno Unito, la ripresa dei corsi azionari era già chiaramente in atto nel quarto trimestre del 1990, favorita da tassi d'interesse calanti. I guadagni nei primi mesi del 1991 si sono verificati nonostante gli sviluppi economici sfavorevoli in parecchi paesi. Agli inizi di marzo 1991, malgrado la recessione, gli indici generali di borsa statunitensi e britannici avevano toccato nuovi livelli record.

I mercati
riguadagnano
terreno
nel 1991

La ristrutturazione del settore finanziario

Redditività e solidità finanziaria: recenti andamenti

Il 1990 è stato un anno difficile per le istituzioni finanziarie. Gli utili sono diminuiti in molti paesi e per un'ampia gamma di intermediari finanziari. In alcuni casi l'erosione dei profitti si è accompagnata a serie difficoltà finanziarie. La misura in cui le singole istituzioni hanno risentito del contesto sfavorevole varia considerevolmente a seconda della loro sfera di attività, della collocazione geografica delle operazioni, delle condizioni macroeconomiche nazionali e delle caratteristiche del contesto finanziario specifico. Non vi è dubbio, tuttavia, che abbiano agito fattori comuni di lungo periodo.

L'anno trascorso
è stato difficile ...

Gli operatori in titoli e le banche d'investimento mobiliare sono state fra le istituzioni che hanno avuto i peggiori risultati di gestione. Le società operanti al New York Stock Exchange e al London International Stock Exchange hanno fatto segnare complessivamente una perdita. Negli Stati Uniti si è trattato del primo caso di perdita dagli inizi degli anni settanta, nel Regno Unito del secondo dopo il "Big Bang" verso la fine del 1986. Diffuse perdite sono state rilevate anche per le imprese di mediazione a Parigi. In Giappone gli utili delle società d'intermediazione mobiliare sono diminuiti, fra l'aprile e il settembre del 1990, di oltre il 60% rispetto al livello di un anno prima, un calo questo che non aveva uguali fin dal 1974.

... nel comparto
dell'intermedia-
zione mobiliare ...

In generale non sono ancora disponibili informazioni complete sui risultati economici dei sistemi bancari nel 1990. Tuttavia, gli utili operativi per campioni di grandi istituzioni e altri indicatori suggeriscono che i risultati economici delle banche abbiano mostrato una tendenza al peggioramento. Ne sono le cause principali i più elevati accantonamenti per perdite su crediti interni e i margini d'interesse calanti (tabella di pagina 109). Le banche attive nel mercato mobiliare hanno anch'esse risentito della regressione dei corsi azionari.

... e nel settore
bancario

A un'estremità si trovano paesi come gli Stati Uniti e la Norvegia, dove vi sono stati diffusi fenomeni di forte squilibrio finanziario. Questi hanno richiesto

l'intervento delle autorità di vigilanza al fine di evitare una più estesa instabilità finanziaria e hanno indotto a considerare o attuare modifiche del quadro normativo e di vigilanza, segnatamente il potenziamento dei fondi di assicurazione bancaria.

Diffusa situazione di debolezza negli Stati Uniti...

Negli Stati Uniti, mentre è proseguita la ristrutturazione del settore in perdita delle casse di risparmio, nel 1990 il numero dei dissesti bancari è rimasto alquanto elevato e una grande banca di importanza regionale è stata dichiarata insolvente nel gennaio di quest'anno. Il rendimento dell'attivo per l'insieme del settore bancario è rimasto ai bassi livelli del 1989. Esso ha mostrato una buona tenuta nelle banche minori, è diminuito leggermente nelle istituzioni di dimensione intermedia ed è caduto al valore minimo degli ultimi dieci anni nel caso delle banche medio-grandi (con un attivo di bilancio compreso fra \$ 1 e 10 miliardi). Soltanto le maggiori cinquanta aziende bancarie hanno fatto registrare un aumento, principalmente a causa della dimensione relativa degli accantonamenti a fronte di prestiti ai PVS effettuati nel 1989 da alcuni dei più grandi istituti compresi in questo gruppo. Valutata sulla base della quota degli impieghi in mora di interessi, la qualità dell'attivo risulta essere la più scadente degli ultimi dieci anni.

... e in Norvegia

Le banche norvegesi hanno continuato a dibattersi nelle gravi difficoltà che erano iniziate con la recessione del 1987 indotta dal petrolio e che avevano condotto al fallimento di diverse istituzioni. Lo scorso anno sia le banche

Redditività delle maggiori banche nel 1989 e 1990 ¹							
Paesi	Numero di banche	Redditività dell'attivo ²		Accantonamenti per perdite su crediti		Margine d'interesse netto	
		1989	1990	1989	1990	1989	1990
		in percentuale					
Stati Uniti	15	0,90	0,73	1,35	0,90	3,08	2,95
<i>corretto</i> ³		1,67	0,78	0,57	0,86	3,08	2,95
Giappone ^{4,5}	12	0,82	0,58	0,07	0,22	0,96	0,78
Germania ⁶	3	0,89	0,91	n.d.	n.d.	1,97	2,04
Francia ^{4,5}	6	0,55	0,42	0,53	0,57	2,42	2,24
Regno Unito	4	0,04	0,51	1,81	1,05	3,25	3,00
<i>corretto</i> ³		1,32	0,51	0,53	1,05	3,25	3,00
Canada ⁵	6	0,83	1,34	1,20	0,37	3,40	3,13
<i>corretto</i> ³		1,78	1,32	0,24	0,39	3,40	3,13
Australia ⁵	4	1,67	1,03	0,70	1,06	3,77	3,50
Finlandia	3	0,44 ⁷	0,35 ⁷	0,33	0,42	1,58	1,65
Paesi Bassi	3	0,61	0,57	n.d.	n.d.	2,11	2,08
Norvegia	4	0,26 ⁷	-1,05 ⁷	1,41	2,01	2,97	2,75
Spagna	7	1,73	1,54	0,47 ⁸	0,41 ⁸	4,33	4,06
Svezia	4	0,95 ⁷	0,53 ⁷	0,16	0,51	1,90	1,95
Svizzera	3	0,71	0,56	n.d.	n.d.	0,94	0,92

¹ Dati non del tutto raffrontabili a livello di paesi. ² Utile lordo d'imposta in rapporto all'ammontare medio dell'attivo. ³ Risultati al netto degli accantonamenti a fronte di crediti a PVS. ⁴ Risultati di metà esercizio in ragione annua. ⁵ Esercizi finanziari. ⁶ Utile operativo netto parziale, escludente gli accantonamenti per perdite su crediti, guadagni/perdite su negoziazioni in proprio e poste straordinarie. ⁷ Reddito netto al lordo degli accantonamenti generali. ⁸ Sei banche.

Fonte: IBCA Ltd.

commerciali sia le casse di risparmio hanno avuto utili netti negativi a livello aggregato.

Nella maggioranza degli altri paesi i proventi delle maggiori banche sono stati deludenti, ma non tali da destare timori per la solidità finanziaria delle istituzioni. Si sono avuti sensibili cali dei profitti in Australia, Svezia, Finlandia, Danimarca, Francia, Giappone e Svizzera. Nel Regno Unito e in Canada la redditività è rimasta su valori bassi, pur essendo di fatto migliorata leggermente rispetto ai livelli depressi del 1989, dovuti allora agli accantonamenti per il rischio-paese. Mentre nelle banche maggiori non è mai stata in forse la solidità finanziaria, per altre istituzioni la situazione di fondo è in alcuni paesi divenuta più critica nel periodo sotto rassegna. In particolare, due banche a capitale pubblico e alcune società di intermediazione non bancaria in Australia nonché diverse società di finanziamento in Svezia hanno avuto gravi problemi di solvibilità, che in alcuni casi hanno portato alla chiusura o all'acquisizione delle istituzioni. In Giappone alcuni intermediari non bancari sono falliti e numerose piccole banche hanno ricevuto assistenza finanziaria da banche di maggiori dimensioni o sono state costrette a fondersi con queste.

Gli utili delle banche spagnole sono in media cresciuti, ma a un tasso considerevolmente inferiore a quello della crescita del loro attivo di bilancio. I profitti aggregati di un campione di banche tedesche, olandesi e – sulla base dei risultati provvisori – italiane mostrano una buona tenuta.

In certa misura la portata del recente deterioramento dei risultati economici del settore bancario ha già trovato riscontro in declassamenti del merito di credito attribuito alle maggiori banche. Dal 1989 varie banche sono state declassate in parecchi paesi, segnatamente in quelli di lingua inglese, nei paesi nordici e in Giappone.

Redditività e solidità finanziaria: determinanti di breve e lungo periodo

Il diffuso rallentamento della crescita economica e il clima di incertezza susseguito all'invasione del Kuwait hanno avuto indubbiamente un ruolo importante nel determinare i più scadenti risultati del settore finanziario lo scorso anno. Questi fattori spiegano in parte i maggiori accantonamenti per perdite su crediti effettuati dalle banche commerciali. Essi sono altresì alla base del calo di attività nel mercato secondario, nelle emissioni e nelle operazioni di fusione e acquisizione, che ha decurtato i proventi delle istituzioni che operano in titoli e delle banche di investimento negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Con il ritorno della fiducia e la ripresa del mercato azionario all'inizio del 1991 di fatto anche i ricavi e i profitti degli operatori in titoli degli Stati Uniti hanno mostrato un recupero.

Nondimeno, alcuni sviluppi che hanno preso forma durante il prolungato periodo di crescita dell'attività economica hanno anche contribuito alle attuali debolezze in taluni segmenti del settore finanziario. E' possibile individuare tre fattori parzialmente connessi: l'ampiezza delle fluttuazioni dei prezzi delle azioni e degli immobili congiunta alla crescente esposizione a tali movimenti; l'accresciuto indebitamento del settore privato; le difficoltà di aggiustamento connesse alla eccezionale espansione dei servizi finanziari sulla scia dell'innovazione e deregolamentazione finanziaria.

La forte caduta dei corsi azionari in Giappone lo scorso anno è stata una

Risultati deludenti e crisi localizzate in altri paesi

L'effetto del rallentamento economico...

... è intensificato da altri fattori:

l'ampiezza
e l'impatto
crescente
dei movimenti
dei prezzi
azionari ...

delle cause dei deludenti risultati economici – e in alcuni casi di vere e proprie difficoltà finanziarie – delle banche commerciali e delle imprese di intermediazione mobiliare. La crisi borsistica del 1987 segna tuttora un punto di svolta nella redditività degli operatori in titoli negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Essa è stata parimenti rilevante per un certo numero di banche attive nel mercato mobiliare, segnatamente per alcune istituzioni britanniche e svizzere. Per effetto della penetrazione nel mercato dei titoli compiuta durante la seconda metà degli anni ottanta in seguito alla deregolamentazione, molte banche risultano ora più sensibili a tali fluttuazioni di prezzo. Ciò vale, ad esempio, per talune istituzioni francesi, britanniche e canadesi.

... e degli
immobili ...

Per la maggior parte delle banche sono stati tuttavia più importanti i movimenti dei prezzi degli immobili, a causa del volume dei prestiti erogati per la costruzione e l'acquisto di proprietà immobiliari, o di altri crediti assistiti da garanzia fondiaria (tabella sottostante). Le attuali difficoltà delle banche USA sono principalmente collegate alla loro esposizione creditizia nel settore della proprietà non residenziale. L'esposizione nel settore immobiliare ha avuto un

Prezzi degli immobili corretti per l'inflazione ¹								
Paesi e città	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1980-84	1985-89
	Variazioni percentuali annue						Cumulative	
Immobili non residenziali								
Stati Uniti ²	2	3	0	- 4	- 5	- 8 ³	10	- 4
Giappone ⁴	11	50	60	2	2	0	14	175
Regno Unito	- 6	- 5	2	12	25	- 7	- 4	28
Canada	- 1	0	2	4	3	- 6	n.d.	7
Australia ⁵	3	2	33	21	- 1	- 28	- 18	66
Norvegia ⁶	26	32	8	- 13	- 22	- 20	3 ⁷	21
Immobili residenziali								
New York	23	18	10	- 4	- 5	- 10	26 ⁸	46
Los Angeles	- 1	6	4	17	1	8	- 3 ⁸	30
Tokyo	1	23	67	- 1	3	2	12	114
Londra	6	20	16	12	- 2	- 7	- 3	62
Parigi	4	7	15	17	20	15	- 3 ⁷	81
Francoforte	- 7	- 10	4	11	- 3	17	24	- 6
Milano	n.d.	- 3	4	8	25	4	n.d.	36 ⁹
Toronto	11	33	20	21	- 3	- 21	- 2 ¹⁰	108
Bruxelles	- 3	5	5	10	28	16	- 37	50
Oslo	15	0	13	- 11	- 13	- 7	- 17 ⁷	1
Stoccolma	- 2	5	17	21	11	0 ¹¹	- 32	61
Sydney	3	4	16	42	- 19	- 15	- 10	43

¹ Deflazionati con l'indice nazionale dei prezzi al consumo; dati e definizioni nazionali. ² Nord-Est.
³ Terzo trimestre. ⁴ Tokyo. ⁵ Sydney. ⁶ Oslo. ⁷ 1981-84. ⁸ 1982-84. ⁹ 1986-89. ¹⁰ 1983-84.
¹¹ Primi tre trimestri.

Fonti: per gli Stati Uniti, National Association of Realtors e California Association of Realtors; per il Regno Unito, Richard Ellis, Building Societies Association e Department of the Environment; per la Francia, Chambre Interdépartementale des Notaires de Paris; per la Germania, Ring Deutscher Makler; per l'Italia, Associazione Italiana Consulenti Immobiliari; per il Canada, Morguard Investments Ltd. e Multiple Listing Service; per la Norvegia, OPAK AS; per il Belgio, AN-HYP s.a. Valeur Immobilière; per l'Australia, JLW Research and Consultancy e Real Estate Institute of Australia; per gli altri paesi, statistiche nazionali.

ruolo significativo anche nel Regno Unito, in Australia, in Svezia e in Norvegia; essa rappresenta inoltre una potenziale fonte di problemi in Giappone e ha recentemente richiamato l'attenzione delle autorità di vigilanza in Francia.

In diversi paesi le banche sono divenute più vulnerabili di fronte a un cedimento dei prezzi degli immobili a causa della loro crescente esposizione verso questo mercato (tabella seguente). In alcuni casi l'esposizione è indiretta, per via del controllo o del finanziamento di istituzioni creditizie non bancarie fortemente coinvolte nel mercato, specie in Svezia e Giappone. In quest'ultimo paese le banche assicurano gran parte della provvista degli intermediari non bancari soggetti a vincoli normativi meno stringenti, i cui impieghi sono costituiti per circa il 60% da crediti assistiti in ultima istanza da garanzia reale immobiliare; ciò equivale a oltre la metà dei prestiti fondiari diretti delle banche. Le gravi difficoltà finanziarie in cui sono incorse nel 1990 diverse società di finanziamento svedesi, e che hanno causato cospicue perdite alle banche capogruppo o finanziatrici, vanno ascritte in ampia misura ai loro prestiti immobiliari. Con la crescente internazionalizzazione dei mercati, hanno assunto rilevanza le esposizioni verso l'estero. Parte delle perdite subite dalle predette società svedesi è stata conseguenza dei prestiti da esse erogati sul mercato immobiliare britannico, essendo cresciuta nettamente la loro esposizione al di fuori della Svezia con l'allentamento dei controlli sui movimenti di capitali. In modo analogo, quasi il 60% del totale dei crediti erogati da banche estere in Giappone è costituito da attività verso intermediari non bancari.

La crescita dell'indebitamento del settore privato in diversi paesi ha influito sia sugli operatori in titoli sia sulle banche (tabella di pagina 113). In effetti, l'ondata di lucrose fusioni e acquisizioni societarie negli Stati Uniti e, sul finire degli anni ottanta, nel Regno Unito è stata in gran parte finanziata con capitale di prestito. Queste operazioni hanno spesso innalzato l'onere debitorio, ossia il grado di leva finanziaria delle società ristrutturate ben al di sopra dei parametri storici e in quanto tali sono note come "highly leveraged transactions" (HLT). Le difficoltà di rifinanziamento incontrate da diverse società e il collasso del mercato dei *junk bonds* spiegano in parte il brusco calo subito lo scorso anno dalle operazioni di fusione e acquisizione, scese in termini di valore di circa un terzo e del

... il maggiore indebitamento ...

Crediti immobiliari delle banche in determinati paesi ¹									
Paesi	1980	1985	1987	1990	Paesi	1982	1985	1987	1990
	quota percentuale sul totale dei crediti in essere					quota percentuale sui crediti al settore privato			
Stati Uniti					Canada	30	33	39	46 ²
Totale	28	29	34	40 ²	Francia	27	28	29	31 ²
Non residenziali	10	13	17	18 ²	Germania	44	46	45	39 ³
Regno Unito					Norvegia	51 ⁴	48	41	47
Totale	12	19	23	31 ⁵	Portogallo	23	28	33	34 ²
Non residenziali ⁶	7	7	8	12 ⁵	Spagna	19 ⁴	19	20	17 ²
Giappone ⁷	11	13	15	17	Svizzera	27	28	29	34 ⁸

¹ I dati non sono del tutto raffrontabili a livello di paesi. ² Settembre. ³ Compresa la Germania orientale. ⁴ 1983. ⁵ Discontinuità nella serie a causa dell'inclusione di una "building society" trasformatasi in banca. ⁶ Imprese edili e società immobiliari. ⁷ Imprese edili e società di gestione immobiliare. ⁸ Stime.
 Fonti: banche centrali nazionali e stime BRI.

Indebitamento del settore privato in determinati paesi								
Paesi	Imprese non finanziarie				Famiglie			
	1975	1980	1985	1989	1975	1980	1985	1989
	in percentuale del PNL/PIL				in percentuale del reddito disponibile			
Stati Uniti	36	34	39	48	67	77	83	96
Giappone	94	86	101	130	45	58	68	92
Germania	66	69	73	74	62	76	88	87
Francia	63	57	60	65	52	56	54	68
Regno Unito	47	40	47	80	47	48	76	105
Canada	64	68	67	71	77	85	73	87
Australia ¹	86	85	105	132 ²	–	–	–	–
Norvegia	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	91	115	154
Svezia	n.d.	59	66	91	94	100	103	134

¹ Totale settore privato. Esercizi finanziari. ² I dati si riferiscono al 1988 poiché la rilevazione è stata da allora sospesa.
 Fonti: statistiche nazionali.

60% rispettivamente negli Stati Uniti e nel Regno Unito, con contrazioni particolarmente forti delle HLT.

Il crescente indebitamento ha tendenzialmente accentuato il rischio di credito per i prestatori, poiché la capacità dei mutuatari di far fronte agli impegni è divenuta più sensibile alle fluttuazioni del loro reddito e del valore realizzabile delle loro attività. Sebbene le innovazioni nelle pratiche finanziarie e le più ampie possibilità di copertura abbiano consentito una migliore gestione del rischio e dei flussi di tesoreria, paiono già manifestarsi le conseguenze degli elevati livelli d'indebitamento. Le grandi banche USA hanno accresciuto gli accantonamenti a fronte dei finanziamenti di HLT essendosi deteriorata la qualità delle loro ampie esposizioni. Lo scorso anno è più che raddoppiata, passando dal 2 a oltre il 5%, la percentuale di tali crediti in mora di interessi presso i cinquanta maggiori gruppi bancari. Il forte indebitamento delle imprese ha altresì contribuito in misura significativa alle perdite su crediti delle banche situate nel Regno Unito, in Australia, Norvegia, Svezia e, in taluni casi, Giappone.

Sebbene in varia misura, praticamente in tutti i paesi vi è stata una grande espansione dei servizi finanziari nel corso degli ultimi dieci anni, a seguito della deregolamentazione e dei progressi della tecnologia informatica. Anche se le caratteristiche e l'intensità del processo differiscono a seconda dei segmenti di mercato e dei paesi, i risultati sono stati in definitiva sostanzialmente analoghi. Tale processo ha agito nel senso di aumentare i rischi e di ridurre i proventi connessi a molti tipi di servizi finanziari.

In certa misura la deregolamentazione e l'innovazione finanziaria sono entrambe alla base dell'accresciuto indebitamento del settore privato e dell'ampiezza dei movimenti nei prezzi delle azioni e degli immobili. L'allentamento dei vincoli creditizi ha reso assai più facile l'investimento in attività finanziarie e reali. Nuovi strumenti come i *junk bonds* e i prefinanziamenti bancari di acquisizioni societarie hanno agito da fattore propulsivo dell'ondata di operazioni HLT negli Stati Uniti, la quale a sua volta ha contribuito ad aumentare fortemente i prezzi pagati per l'acquisto di aziende. A partire dalla metà degli anni ottanta,

... e la precedente forte espansione dei servizi finanziari

l'allentamento delle restrizioni poste all'accesso delle società giapponesi ai mercati finanziari internazionali ha favorito l'espansione degli investimenti di queste in azioni e in immobili. L'abolizione dei controlli quantitativi (diretti o indiretti) sul credito nel Regno Unito e, soprattutto, l'estensiva deregolamentazione in Australia, Svezia e Norvegia fra gli inizi e la metà degli anni ottanta hanno innescato una rapida espansione del credito alle imprese e alle famiglie, favorita anche dal regime fiscale e da politiche monetarie relativamente permissive. Questo credito è stato in parte collegato a proprietà immobiliari e, nel caso del Regno Unito e dell'Australia, a ristrutturazioni societarie. Innovazioni finanziarie come le strategie di "portfolio insurance" nei mercati azionari e strumenti derivati possono aver amplificato le oscillazioni dei corsi e la conseguente crisi borsistica del 1987. L'espansione e internazionalizzazione del settore finanziario hanno contribuito in misura significativa ai forti incrementi dei prezzi degli immobili nelle maggiori città.

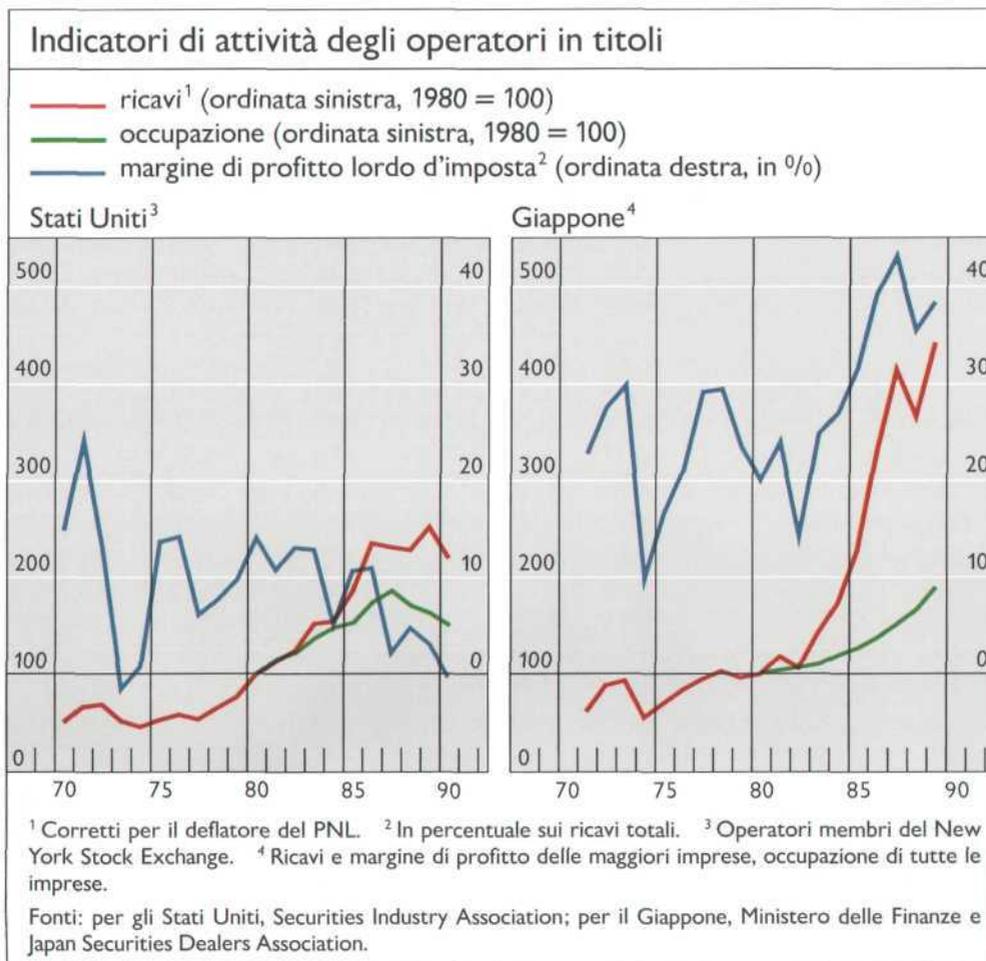
Era ovviamente previsto e voluto che le accresciute pressioni concorrenziali si traducessero generalmente in migliori condizioni per i fornitori e gli utilizzatori finali di fondi, a scapito dei margini ottenuti dalle istituzioni finanziarie. Tuttavia i costi dell'adeguamento al nuovo contesto sono stati spesso sottovalutati sia dagli operatori del mercato sia dalle autorità.

Per molte istituzioni i problemi di aggiustamento sono derivati principalmente dalla tradizione passata di accordi di cartello e di controlli diretti sulla composizione dei portafogli e sulle decisioni di prezzo. In alcuni casi essa aveva comportato strutture di portafoglio inadatte alla nuova situazione di accresciuta variabilità dei tassi d'interesse e dei prezzi delle attività. La dissimmetria, in termini di prezzi e di scadenze, fra impieghi e provvista delle casse di risparmio USA ne è un esempio. Più in generale, tale situazione aveva alimentato inefficienti strutture di costo, e aveva menomato la capacità delle istituzioni di operare, di valutare i rischi e di manovrare i prezzi in un contesto liberalizzato. Problemi sono stati analogamente incontrati dalle autorità di vigilanza, poste di fronte all'esigenza di adeguare le loro politiche alla nuova realtà. Talora il processo di aggiustamento è stato ulteriormente complicato dalla rapidità e dalla portata dei cambiamenti, nonché dal contesto macroeconomico in cui questi hanno avuto luogo, spesso caratterizzato da una rapida crescita economica. Tipicamente le difficoltà sono state accresciute da una palese tendenza degli operatori a privilegiare ambiziosi obiettivi di espansione o di conquista di quote di mercato rispetto alla redditività del capitale investito. Di conseguenza, in talune aree del settore finanziario vi sono ora segni di capacità eccedente e si manifesta un bisogno di consolidamento.

Questa situazione è soprattutto evidente nel comparto dell'intermediazione mobiliare. Negli Stati Uniti la liberalizzazione delle commissioni nel 1976 ha esercitato una significativa pressione al ribasso sulla redditività del settore, la cui tendenza discendente di lungo periodo si è accentuata dopo la crisi borsistica del 1987 (grafico seguente). Il calo è avvenuto nonostante un aumento dei ricavi totali e – a partire dal 1987 – notevoli riduzioni del personale. Un processo analogo si è avuto a Londra, dopo che nel 1986 sono state abolite le commissioni fisse e le barriere all'accesso e, più di recente, a Parigi. In Giappone, dove le commissioni sono fisse e rappresentano circa la metà dei proventi totali, rispetto

I costi di aggiustamento

Le esperienze nel comparto dell'intermediazione mobiliare ...



... e nel settore bancario

a meno del 20% negli Stati Uniti, i margini di profitto sono rimasti elevati fino alla crisi del mercato nel 1990.

Nel settore bancario, quantunque il quadro si presenti meno nitido, in certi paesi sono parimenti visibili alcuni segni di un deterioramento tendenziale della redditività. Anche prima dei mediocri risultati dello scorso anno i margini di profitto erano scesi al disotto dei valori raggiunti durante la recessione del 1980–82 nel Regno Unito e in Norvegia, ed erano inferiori ai livelli di metà anni ottanta in Svezia, Finlandia e Belgio; essi risultavano superiori in Spagna, Italia e in Australia, mentre non mostravano alcuna chiara tendenza nei restanti paesi (tabella di pagina 116).

Va poi aggiunto che la redditività ai valori contabili può sottostimare i cambiamenti già intervenuti. La natura delle operazioni bancarie di base è tale per cui, a differenza di quanto avviene per gli operatori in titoli, i conti economici tendono a rispecchiare le variazioni di fondo della redditività con un certo ritardo. A causa delle limitate informazioni disponibili è particolarmente difficile valutare il valore corrente dei crediti. Le banche inevitabilmente si riservano una certa discrezione quanto al momento e alla misura in cui sono registrate le perdite. Di conseguenza la redditività rilevata tende a mostrare una notevole inerzia, e i segni di potenziali difficoltà sono meno visibili quando il portafoglio crediti sta crescendo rapidamente. Allorché il deterioramento interviene esso può essere alquanto rapido. Ne sono tipici esempi il forte e repentino calo dei

Redditività delle banche negli anni ottanta ¹					
Paesi	1980-82	1983-85	1986-87	1988-89	1989
Stati Uniti ²	0,83	0,78	0,44	0,93	0,64
Giappone ^{2,3}	0,40	0,46	0,56	0,55	0,46
Germania ²	0,50	0,92	0,80	0,90	0,92
Francia ²	0,34	0,21	0,31	0,35	0,34
Regno Unito ²	1,04	0,92	0,68	0,74	-0,03
Italia	0,68	0,78	1,01	1,02	1,14
Canada ³	0,63	0,76	0,86	1,03	0,72
Australia ³	1,39	1,33	1,23	1,50	1,46 ⁴
Belgio ³	0,34	0,35	0,41	0,27	0,19
Finlandia	0,49	0,48	0,54	0,51 ⁵	0,24 ⁵
Paesi Bassi	0,31	0,61	0,73	0,63	0,66
Norvegia	0,63	0,85	0,22	-0,08	0,17
Spagna ²	1,09	0,91	1,10	1,72	1,77
Svezia	0,38	0,39	0,82 ⁶	0,52	0,46
Svizzera	0,65	0,69	0,71	0,69	0,74

¹ Profitti al lordo delle imposte in rapporto all'attivo medio di bilancio delle banche commerciali.
² Grandi banche commerciali. ³ Esercizi finanziari. ⁴ Il rapporto è stato di 0,94 nel 1990. ⁵ Stime, a causa di discontinuità nella serie. ⁶ Discontinuità nella serie.

Fonti: per il Regno Unito, British Bankers Association; per l'Australia, Reserve Bank of Australia; per gli altri paesi, OCSE.

profitti delle banche norvegesi durante la recessione del 1987 e, in alcuni paesi, la tardiva imputazione di perdite su crediti verso i PVS nel 1987 e 1989.

Sulla base dell'andamento delle quotazioni azionarie il deterioramento tendenziale della redditività delle banche appare fenomeno alquanto generalizzato (tabella di pagina 117). Durante gli anni ottanta in quasi tutti i paesi i corsi delle azioni bancarie non hanno tenuto il passo con gli indici generali di borsa. Ciò si pone in contrasto con quanto avvenuto nel decennio precedente, durante il quale, salvo poche eccezioni, essi erano cresciuti sostanzialmente in misura analoga o superiore agli indici generali.

Caratteristiche dell'accresciuta concorrenza bancaria

Taluni aspetti dell'intensificazione della concorrenza nel settore bancario sono riscontrabili in tutti i paesi. La competizione è cresciuta sia all'interno del settore stesso, sia fra le banche e le altre istituzioni finanziarie, in seguito al modificarsi della configurazione della domanda degli utilizzatori e dei prestatori finali di fondi, all'abolizione dei vincoli quantitativi di portafoglio e di prezzo, e all'erosione o rimozione delle barriere operative e geografiche, entro e al di là delle frontiere nazionali. Un comune esempio è dato dalla crescente concorrenza fra banche, società di assicurazione e fondi di investimento per accaparrarsi un risparmiatore privato tipicamente più benestante e più anziano. Un altro è la concorrenza fra le banche commerciali, le casse di risparmio e, in diversi paesi europei, i sistemi di risparmio e pagamento dell'amministrazione postale, a seguito dell'allentamento delle restrizioni all'espansione dei bilanci e della sfera operativa.

In generale la concorrenza si è fatta sentire dapprima nel mercato "all'ingrosso". La più sofisticata clientela delle grandi imprese, meno dipendente dalle relazioni bancarie di lungo periodo, ha saputo avvalersi con maggiore prontezza

Maggiore concorrenza:

tra le banche e le istituzioni finanziarie non bancarie;

nei settori
all'ingrosso
e al dettaglio;

delle crescenti opportunità sviluppatesi nei mercati finanziari nazionali e internazionali. Le grandi società sono state anche più esigenti quanto alle condizioni per il collocamento delle eccedenze finanziarie generate all'interno in virtù della forte crescita della redditività durante la protratta ripresa economica. I clienti minori, meno mobili, hanno in genere beneficiato della situazione in un secondo tempo, allorché le banche hanno ricercato fonti alternative di reddito o hanno dovuto competere per una base di depositi in progressiva diminuzione. In parte per effetto di questi sviluppi, vi è stato un diffuso spostamento degli impieghi dal mercato all'ingrosso verso quello al dettaglio, come si evidenzia dai dati relativi a Stati Uniti, Regno Unito, Giappone, Francia, Italia e Spagna.

nei mercati
internazionali;

Le banche attive sui mercati internazionali sono state fra le prime a percepire la pressione. La spinta a prestare fondi ai PVS a margini sempre più ridotti negli ultimi anni settanta, incoraggiata da una valutazione eccessivamente ottimistica del rischio-paese, pose le premesse per i problemi che avrebbero intaccato la qualità dell'attivo di molte banche nel corso del decennio successivo, segnatamente negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Le pressioni concorrenziali si sono intensificate nella seconda metà degli anni ottanta, anche per effetto della rapida espansione delle banche giapponesi, allorché si sono ridotti i margini sui prestiti alle imprese. Inoltre, vi sono indicazioni del fatto che taluni mutuatari abbiano ottenuto *spreads* considerevolmente più ridotti rispetto al passato nonostante un deterioramento del loro merito di credito.

nei mercati
interni

Il profilo temporale e l'intensità del processo di crescita della concorrenza nei mercati interni differiscono notevolmente a seconda dei paesi, per lo più in dipendenza della natura del processo di deregolamentazione. In Norvegia, Svezia e Australia, ad esempio, i principali elementi di una liberalizzazione di vasta portata si sono concentrati in un breve periodo compreso fra l'inizio e la metà degli anni ottanta. In molti altri paesi, fra cui Francia, Italia, Spagna, Belgio e

Andamenti di lungo periodo dei corsi delle azioni bancarie

Paesi	1970	1980-82	1983-85	1986-87	1988-89	1990	1991 I tr.
	rapporto fra indice bancario e indice generale; 1980 = 100						
Stati Uniti	142	111	115	118	95	69	59
Giappone ¹	71	103	130 ²	180 ²	176	160	171
Germania	95	95	83	87	77	74	75
Regno Unito	85	97	90	90	82	87	87
Italia	n.d.	139	114	68	67	85	91
Canada	113	106	111	101	108	108	125
Australia	103	131	157	123	157	158	144
Belgio ¹	110	97	89	97	92	84	84
Finlandia	84	98	85	73	65	58	62
Norvegia	101	103	73	66	42	30	22
Paesi Bassi ¹	n.d.	92	77	77	60	56	56
Spagna	56	112	88	83	93	86	87
Svezia	69	99	77	94	92	83	88
Svizzera	64	99	91	89	71	62	60

¹ Compresa altre istituzioni finanziarie. ² L'aumento fra il 1983 e il 1987 è in gran parte dovuto al venir meno delle restrizioni volte a controllare i corsi delle azioni bancarie.

Fonti: borse valori nazionali.

Mercati della <i>commercial paper</i> in determinati paesi ¹							
Paesi	Apertura del mercato	1986	1990	Paesi	Apertura del mercato	1986	1990
		ammontari in essere in percentuale del credito bancario a imprese non finanziarie				ammontari in essere in percentuale del credito bancario a imprese non finanziarie	
Stati Uniti	pre-1960	12,0	18,9	Paesi Bassi	1986	0,1	1,3
Giappone	fine 1987	0,7 ²	5,5	Norvegia	fine 1984	8,5	13,0
Francia	fine 1985	1,0	3,9	Spagna	1982	2,8 ³	4,4 ³
Regno Unito	1986	0,7	2,5	Svezia	1983	8,6	8,2
Canada	pre-1960	4,1	9,7				

¹ Solo emissioni da parte di società non finanziarie. ² 1987. ³ Esclusi i collocamenti diretti, che si ritiene siano considerevoli.
 Fonti: banche centrali nazionali.

Giappone, il processo ha avuto luogo soprattutto a partire dalla metà circa del decennio scorso, è stato molto più graduale e rimane incompleto. La liberalizzazione dei movimenti dei capitali a breve è intervenuta non prima del 1990 in Italia e Francia, ed è stata soltanto parziale in Spagna; i massimali ai tassi sui depositi minori sono stati in parte rimossi, ma sussistono ancora in Giappone, Francia e Belgio; le restrizioni all'articolazione territoriale degli sportelli bancari sono state allentate in Italia solamente lo scorso anno, mentre permangono in vigore in Giappone; fatta eccezione per la Francia e il Belgio (dal 1991), in tutti questi paesi l'accesso delle banche al mercato azionario è proibito o soggetto a restrizioni, e le commissioni sono in linea di principio fisse anche per le transazioni di grande ammontare; inoltre, i mercati della *commercial paper* sono inesistenti oppure, specie se paragonati a quello statunitense, sono ancora ai primi passi (tabella soprastante).

L'impatto sulle banche della crescente concorrenza ha assunto forme diverse. Per alcune, ostacolate da restrizioni alla loro sfera operativa in termini funzionali e geografici, esso si è tradotto in una disintermediazione. Le banche statunitensi ne sono l'esempio più lampante, dati i vincoli posti alla loro attività di investimento mobiliare e le restrizioni cui soggiace la loro operatività interstatale. Per la maggioranza delle altre banche, più libere di adattare i servizi offerti alle esigenze della clientela, l'impatto della concorrenza ha principalmente assunto la forma di una riduzione dei margini sulle operazioni tradizionali o sulle nuove aree di attività. Le banche francesi, ad esempio, rientrano in questa fattispecie, in quanto esse sono state in grado di soddisfare i bisogni degli investitori e dei grandi prenditori di fondi attraverso la vendita di fondi comuni d'investimento (SICAV) a rendimenti di mercato, e offrendo tutta una varietà di servizi di intermediazione finanziaria. Per un terzo gruppo di istituzioni, comprendente le banche spagnole, italiane e australiane, l'impatto sui margini è stato almeno in parte compensato dalla riduzione di certe forme di tassazione implicita, come gli obblighi di riserva e i vincoli di portafoglio.

Diverso impatto della concorrenza sulle banche

Prospettive

Per il futuro, le prospettive sono nel senso di un ulteriore ampliamento, nell'intero settore finanziario, delle possibilità di penetrazione nei mercati a livello geografico e di tipologia dei servizi, e di una crescita continua delle pressioni sui

L'ulteriore liberalizzazione...

costi di finanziamento delle banche nel segmento al dettaglio. Il processo di deregolamentazione e internazionalizzazione dei mercati dei capitali non ha ancora compiuto interamente il suo corso.

Negli Stati Uniti il Tesoro ha recentemente presentato un piano per la riforma del sistema finanziario. Il piano prevede tra l'altro l'abolizione delle restanti restrizioni sull'attività di *investment banking* delle banche commerciali (Glass-Steagall Act) e sull'articolazione interstatale degli sportelli (McFadden Act), di cui si tratterà più ampiamente in seguito. In Giappone è previsto che per la metà del 1991 il comitato consultivo referente al Ministro delle Finanze sottoponga il suo rapporto finale sulla desegmentazione del sistema finanziario, in particolare fra le diverse categorie di banche, e fra l'attività bancaria e quella in titoli, sulla base del quale dovrebbero quindi essere attuati i necessari emendamenti legislativi. E' inoltre previsto che prosegua la deregolamentazione dei tassi d'interesse. In Canada è in corso la rimozione della maggior parte delle residue barriere normative che separano le banche, le società fiduciarie e di credito ipotecario, le compagnie di assicurazione e gli operatori in titoli. Nella Comunità europea la legislazione sull'istituzione di un mercato unico dei servizi finanziari fa già sentire gran parte dei suoi effetti: i movimenti di capitali sono stati liberalizzati; si sono compiuti sostanziali progressi nell'adozione di requisiti patrimoniali comuni; è intervenuto un considerevole allentamento delle restrizioni funzionali e geografiche. Tuttavia, il 1993 rappresenta ancora un passo significativo verso la piena integrazione, specie nel settore assicurativo. In parecchi paesi, tra i quali l'Italia e la Spagna, la liberalizzazione dei mercati mobiliari è destinata a procedere ulteriormente. I restanti cartelli bancari mostrano segni di logoramento. In Svizzera, ad esempio, è prevista per il 1993 l'estinzione degli accordi di prezzo per la raccolta di depositi e il trasferimento di fondi, dopo che quelli relativi alle operazioni in titoli erano già cessati nel 1990.

E' difficile valutare in che misura gli operatori del mercato cercheranno di sfruttare le nuove opportunità, particolarmente in termini di ulteriore espansione all'estero. Verso la fine degli anni ottanta si è avuta una sensibile crescita delle operazioni di fusione e acquisizione nel settore finanziario entro la Comunità europea, specie fra istituzioni di paesi diversi. Analogamente, l'obiettivo dichiarato di una grande fusione bancaria lo scorso anno nei Paesi Bassi era l'espansione all'estero. Tuttavia, più di recente la tendenza è stata piuttosto verso il consolidamento interno, con numerose fusioni con finalità difensive fra grandi banche nazionali nei paesi nordici e in Italia. E' emersa inoltre una crescente disillusione a riguardo della precedente espansione all'estero nei settori bancario e dell'intermediazione mobiliare.

Indipendentemente dal fatto che le nuove opportunità operative siano sfruttate o meno, in certi comparti del sistema finanziario interverrà assai probabilmente un ulteriore considerevole processo di ristrutturazione e di consolidamento. Quest'ultimo in definitiva comporta una riduzione dei costi di produzione dei servizi finanziari oppure dell'offerta dei servizi stessi. Tale processo può avvenire in vari modi. Esso può essere realizzato dalle singole istituzioni attraverso un controllo più stringente sui costi oppure la diminuzione delle risorse destinate a particolari attività, fino all'eventuale ritiro da determinati comparti del mercato. Può attuarsi attraverso fusioni o accordi interbancari

... aumenterà
la necessità
di consolidamento

aventi risultati analoghi. Infine, può aver luogo con l'uscita dal mercato delle istituzioni disestate. In ogni caso, si può ritenere che in futuro si porranno serie sfide non soltanto per gli operatori di mercato, ma anche per i responsabili delle politiche di vigilanza e regolamentazione.

Vigilanza e regolamentazione prudenziale

La rapida evoluzione del sistema finanziario ha reso sempre più complesso il compito di salvaguardare la sua stabilità e solidità. Negli Stati Uniti, le difficoltà incontrate dal settore bancario hanno sollecitato la formulazione di progetti per quella che è considerata una riforma più che matura del sistema finanziario, i quali prevedono fra l'altro una revisione della vigilanza e della regolamentazione prudenziale. Come in Norvegia, tali difficoltà hanno altresì reso necessarie misure immediate volte a rafforzare la dotazione di fondi del sistema bancario per coprire potenziali perdite. A livello internazionale, di recente sono stati compiuti ulteriori progressi nella standardizzazione e specificazione dei requisiti patrimoniali e, più in generale, nel coordinamento delle politiche di vigilanza e regolamentazione prudenziale.

Le risposte alle difficoltà del settore bancario

Nel febbraio 1991 il Tesoro USA ha presentato un piano destinato ad affrontare i problemi strutturali di fondo ritenuti pregiudizievoli per la capacità concorrenziale e la solidità del sistema finanziario. Fra di essi figurano i vincoli posti alla diversificazione funzionale e geografica dell'attività, la limitata disciplina del mercato a causa di un generoso sistema di assicurazione dei depositi con premi non correlati al rischio, l'insufficiente considerazione dei requisiti patrimoniali nel quadro normativo prudenziale e la frammentazione delle responsabilità di vigilanza. Anche se non è ancora chiaro in che misura le proposte saranno recepite dalla legislazione, il piano servirà da principale quadro di riferimento per le iniziative future.

Il piano
del Tesoro USA

Il piano in parola prevede che siano sostanzialmente allentate le restrizioni poste alla sfera operativa e all'articolazione territoriale delle banche. Le operazioni di credito ordinario, l'attività in titoli e quella assicurativa sarebbero effettuate da differenti unità, capitalizzate separatamente, facenti capo a una *holding* di servizi finanziari, con barriere divisorie in termini di finanziamento e di pubblicità dei fatti di gestione al fine di controllare il flusso di transazioni fra la banca e le sue consociate. Verrebbe inoltre consentita la partecipazione delle imprese non finanziarie al capitale delle suddette società capogruppo, abolendo così un divieto fondamentale del "Bank Holding Company Act" del 1956. Sarebbe ridotta la copertura assicurativa dei depositi e verrebbero introdotti premi correlati al rischio. Le autorità si riserverebbero comunque la facoltà di tutelare tutti i depositanti di una banca in dissesto, avuto riguardo alle potenziali conseguenze sistemiche del fallimento (il cosiddetto principio "too big to fail"). Le autorità di vigilanza interverrebbero più prontamente ove le banche incontrassero potenziali difficoltà. La consistenza patrimoniale farebbe da cardine all'intero schema: soltanto le istituzioni con un coefficiente patrimoniale superiore al

requisito minimo potrebbero accedere a nuove aree di attività o essere partecipate da imprese non finanziarie, mentre sia i premi assicurativi sia l'intensità della vigilanza sarebbero commisurati al grado di patrimonializzazione. Il numero degli organi federali di regolamentazione sarebbe ridotto a due (il Consiglio della Riserva federale e un'agenzia del Tesoro); gli attuali organismi regolatori del mercato mobiliare e assicurativo manterrebbero la responsabilità per la sorveglianza delle filiazioni collegate, e al "primary bank regulator" competerebbe la supervisione della capogruppo.

Potenziamento
dei fondi bancari
di assicurazione
o garanzia

Dato l'aggravarsi dei problemi nel settore bancario, le autorità USA hanno altresì affrontato il compito più immediato di potenziare le risorse del fondo di assicurazione bancaria. In un momento in cui certi segmenti del settore sono in posizione di debolezza, la difficoltà principale è consistita nel conformarsi al principio che i necessari costi debbano essere sopportati dal settore bancario stesso evitando nel contempo di aggravare la situazione delle banche già finanziariamente vulnerabili. Sono ancora in corso di discussione varie proposte che differiscono quanto all'ammontare da reperire e alla ripartizione del costo in termini temporali e di quota a carico dei partecipanti allo schema. Per far fronte ad analoghi problemi il governo norvegese ha presentato nel gennaio 1991 un progetto di legge che prevede un nuovo fondo di garanzia, da finanziarsi con risorse di bilancio, destinato alla concessione di prestiti subordinati ai fondi di tutela già esistenti delle banche commerciali e delle casse di risparmio, allorché se ne presenti il bisogno.

L'accordo di Basilea sui coefficienti patrimoniali

Un importante aspetto nel processo di adattamento del quadro di vigilanza prudenziale al mutevole contesto finanziario è costituito dall'accordo sui coefficienti patrimoniali minimi per le banche operanti internazionalmente, siglato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, composto dai rappresentanti delle autorità di vigilanza dei paesi del Gruppo dei Dieci. Benché l'accordo risalga di fatto al 1988, esso ha nuovamente destato considerevole attenzione lo scorso anno, in quanto in taluni paesi i risultati economici scadenti delle banche hanno sottoposto a pressioni la loro base di capitale, mentre le condizioni sfavorevoli sui mercati azionari hanno reso più difficile per esse la raccolta di nuovi fondi.

La necessità di un accordo di tale tipo si era fatta evidente agli inizi degli anni ottanta, allorché in diversi paesi le autorità di vigilanza bancaria furono poste di fronte a un deterioramento qualitativo dei crediti delle banche verso i PVS e al contesto potenzialmente più rischioso creatosi con la rapida liberalizzazione. Gli obiettivi primari dell'accordo erano il rafforzamento della capacità delle banche di assorbire eventuali perdite, segnatamente attraverso un trattamento più equilibrato del rischio di credito e l'inclusione delle posizioni "fuori bilancio" nello schema di misurazione del patrimonio, nonché la riduzione delle ineguaglianze concorrenziali derivanti dalle differenti prescrizioni nazionali. Al fine di concedere alle banche un sufficiente lasso di tempo per adeguarsi ai nuovi parametri e per dare ad altri paesi la possibilità di applicare prescrizioni analoghe, l'accordo prevedeva una transizione graduale, disponendo che il coefficiente patrimoniale minimo dell'8% in rapporto alle esposizioni creditizie ponderate in base al rischio dovesse essere raggiunto entro la fine del 1992. Almeno la metà di

Caratteristiche
dell'accordo

tale base di capitale deve essere costituita dal patrimonio "primario" (o di classe 1), comprendente il capitale sotto forma di azioni ordinarie e di azioni privilegiate senza diritto cumulativo sui dividendi, nonché le riserve palesi. Il restante patrimonio ("supplementare" o di classe 2) è costituito da elementi come le riserve tacite, gli accantonamenti generali, le riserve di rivalutazione delle attività, gli strumenti ibridi di capitale e i prestiti subordinati a scadenza determinata. A differenza del patrimonio primario, gli elementi ammessi a far parte del patrimonio supplementare possono variare a discrezione delle singole autorità nazionali. I coefficienti stabiliti per la fine del 1990 erano del 7,25 e del 3,62% rispettivamente per il patrimonio totale e il patrimonio primario.

Alcune delle autorità di vigilanza hanno reso noti i progressi compiuti dai rispettivi sistemi bancari nel conseguire l'obiettivo dell'8%, e parecchie banche hanno deciso di pubblicare i propri coefficienti patrimoniali. Tuttavia, in molti casi queste cifre sono di difficile interpretazione, a causa delle concessioni previste per il periodo di transizione, specie per quanto riguarda la definizione del patrimonio. Inoltre, i valori medi riferiti ai sistemi bancari possono evidentemente celare significative differenze fra le singole istituzioni.

Pur con questi limiti, i dati disponibili indicavano in complesso che alla fine del 1989 gran parte delle maggiori banche nei paesi aderenti all'accordo stava procedendo senza grandi difficoltà verso il raggiungimento dei parametri finali, finanche con un notevole anticipo rispetto alla scadenza del 1993. In effetti, molte di esse lo avevano già fatto. I dati preliminari per il 1990 sembrano indicare che il deterioramento dei profitti e della qualità degli attivi lo scorso anno non ha sostanzialmente modificato tale quadro d'insieme. Esso ha tuttavia indotto numerose banche ad assegnare un peso assai maggiore alla propria posizione patrimoniale nelle decisioni di portafoglio e di costo.

A un estremo vi è una serie di banche ben capitalizzate che, nonostante la recente diminuzione dei profitti, non hanno avuto granché bisogno di operare aggiustamenti. Ne sono esempi tipici le grandi banche svizzere e tedesche. Queste ultime, ad esempio, hanno di recente limitato la loro raccolta di capitale principalmente all'emissione di strumenti compresi nel patrimonio supplementare sotto forma di *Genußscheine* (certificati partecipativi senza diritto di voto e fiscalmente agevolati) come mezzo per finanziare la loro futura espansione, specie nell'Europa orientale.

Per un altro gruppo di banche, fra cui diversi istituti francesi e italiani, il vincolo principale è costituito dai limiti cui soggiace la possibilità di finanziamento azionario a causa della loro matrice pubblica. Le banche francesi, ad esempio, hanno raccolto capitale mediante permuta di azioni con altre imprese del settore pubblico, sia finanziarie (compagnie di assicurazione) sia non finanziarie. In Italia, l'introduzione di una legge, nel settembre 1990, che consente alle banche del settore pubblico di trasformarsi in società per azioni ha ampliato le possibilità di reperire mezzi di capitale esterni.

Per la maggior parte delle altre banche la raccolta di capitale azionario o di mezzi compresi nel patrimonio supplementare è divenuta assai più onerosa nel 1990, specie dopo la caduta del mercato borsistico, ma non ha richiesto rilevanti aggiustamenti delle politiche. Le principali eccezioni sono costituite da alcune fra le maggiori istituzioni statunitensi e giapponesi.

Diverso bisogno di aggiustamento da parte delle banche ...

... in Germania e in Svizzera ...

... Francia e Italia ...

... Giappone
e Stati Uniti

In Giappone, anche se il recente recupero del mercato azionario ha recato un certo sollievo alle banche, la sua debolezza lo scorso anno ha posto due ordini di problemi: riducendo le riserve di rivalutazione delle banche (comprese nel patrimonio supplementare) essa ha accresciuto il loro fabbisogno di capitale; facendo decisamente aumentare il costo della raccolta di capitale azionario o di finanziamenti a questo collegati, ha reso più oneroso il reperimento di mezzi propri. Per contro, si è stimato che nei cinque anni che vanno fino al settembre 1990 la base patrimoniale di alcune delle maggiori "city banks" fosse aumentata di più del 300%, di cui ben oltre la metà ascrivibile a nuove emissioni e un quarto a guadagni di capitale realizzati. Le banche hanno reagito alla caduta dei corsi azionari emettendo prestiti subordinati (yen 2600 miliardi, ossia quasi \$ 18 miliardi, nel periodo da giugno a settembre) a seguito dell'autorizzazione concessa dal Ministero delle Finanze a metà 1990, moderando la crescita dell'attivo, soprattutto mediante un ridimensionamento delle posizioni in cambi e sul mercato monetario, e cedendo parte del portafoglio crediti. Negli Stati Uniti, lo scorso anno diverse grandi banche hanno reagito agli scarsi profitti ed alla forte crescita del costo del finanziamento intensificando la vendita di attività e comprimendo i dividendi e gli oneri operativi. La loro raccolta di capitale si è ripresa seriamente soltanto nel primo trimestre 1991, quando i prezzi delle azioni sono nuovamente saliti.

I requisiti
patrimoniali
e il "credit
crunch"
negli Stati Uniti

Non è tuttavia chiaro in che misura i requisiti patrimoniali possano essere all'origine della situazione ormai nota negli Stati Uniti come "credit crunch", nel senso di un inasprimento generalizzato delle condizioni di prestito, in parte disgiunto dal merito specifico dei richiedenti di credito. L'evidenza di siffatto inasprimento non è univoca e l'impatto dei requisiti resta incerto, considerata la posizione patrimoniale della maggior parte delle banche a fine 1990. Quasi l'80% delle 300 banche maggiori aveva già soddisfatto il requisito dell'8%, mentre in generale le banche di minori dimensioni erano meglio capitalizzate. E' inoltre difficile discernere l'effetto di altri fattori, come la maggiore cautela, da parte sia dei prestatori sia dei mutuatari, indotta dalla più acuta percezione del rischio con l'indebolirsi dell'attività economica e una reazione ai passati eccessi nei settori della proprietà immobiliare e delle operazioni HLT.

Anche se i requisiti sono diventati più onerosi, sarebbe imprudente allentarli. Infatti, è proprio quando le banche si trovano ad affrontare un più difficile contesto micro- e macroeconomico che il patrimonio è maggiormente necessario per proteggere i depositanti, per limitare l'assunzione del rischio e per ridurre il pericolo di crisi finanziaria. Ciò può nel breve periodo precipitare il ridimensionamento delle istituzioni più deboli, ma a medio termine dovrebbe tradursi in un sistema bancario più solido. La proposta formulata dal Comitato di Basilea nel febbraio di quest'anno per chiarire la questione aperta circa le categorie di riserve generali ammesse a far parte del patrimonio, proposta che prevede l'esclusione degli accantonamenti a fronte del rischio-paese al termine di un periodo transitorio, conferma la convinzione della validità dell'approccio.

L'inclusione
dei rischi
di mercato

L'accordo di Basilea sui coefficienti patrimoniali si concentra quasi esclusivamente sul rischio di credito. Sono in corso lavori per una sua ridefinizione, allo scopo di contemplare anche i "rischi di mercato", ossia l'esposizione ai movimenti dei prezzi dei titoli, dei tassi d'interesse e dei tassi di cambio. Nessuna

modifica dell'accordo sarà tuttavia introdotta senza una consultazione formale degli operatori bancari. Le proposte per il trattamento del rischio di cambio sono a uno stadio avanzato di elaborazione. I lavori concernenti le posizioni in titoli hanno fatto un ulteriore passo in avanti con la decisione presa congiuntamente lo scorso autunno dalle autorità di vigilanza bancaria e dagli organismi regolatori del mercato mobiliare di pervenire a un accordo su una serie di regole prudenziali applicabili tanto alle banche quanto alle istituzioni finanziarie non bancarie operanti nei mercati dei titoli. Il trattamento dell'esposizione complessiva al rischio di tasso d'interesse pone più complessi problemi di misurazione. Dato l'insegnamento limitato che si può trarre in quest'area particolare dagli attuali sistemi di vigilanza, la definizione di criteri comuni concordemente accettati richiederà verosimilmente ancora anni.

Ulteriori progressi nella cooperazione internazionale

Il progressivo allentamento dei vincoli posti all'attività delle banche e la conseguente crescita dei conglomerati finanziari hanno accresciuto il bisogno di coordinamento fra le differenti autorità di vigilanza e regolamentazione. A livello internazionale la cooperazione ha dapprima cominciato a svilupparsi, alcuni anni or sono, fra gli organi preposti al controllo delle banche e degli operatori in titoli. Di recente essa si è ampliata ai responsabili del settore assicurativo, in seguito all'intensificarsi dei nessi fra le banche e le società di assicurazione in diversi paesi, fra cui Francia, Paesi Bassi, Germania, Danimarca, Regno Unito e Australia. La scorsa primavera è stato messo a punto un documento nel quale le autorità di vigilanza del sistema bancario e del mercato mobiliare convenivano sulla necessità di una progressiva rimozione delle barriere che si frappongono allo scambio di informazioni prudenziali. Il documento è stato in seguito accettato anche dagli organismi regolatori del settore assicurativo. Hanno ora preso avvio i lavori in vista del più impegnativo compito di elaborare un insieme di principi comuni per la supervisione dei gruppi multinazionali comprendenti banche e altre unità finanziarie.

Mentre le iniziative intraprese nella aree della vigilanza e del controllo prudenziale hanno per lo più costituito una risposta agli sviluppi intervenuti nei mercati, il Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci è preminentemente volto al futuro. Il rapporto, pubblicato nel novembre 1990, s'incentra sui rischi di credito e di liquidità connessi ai sistemi di compensazione bilaterali e multilaterali attraverso i quali le banche possono tentare di limitare le reciproche esposizioni e il volume dei pagamenti. Attualmente è operativo soltanto un numero ristretto di schemi di compensazione di pagamenti transnazionali, mentre sono stati proposti diversi schemi multilaterali per la compensazione di contratti in cambi. Il rapporto raccomanda altresì una serie di requisiti minimi per il funzionamento dei sistemi internazionali e multivalutari ed enuncia i principi per una vigilanza cooperativa da parte delle banche centrali. Queste ultime si propongono di sorvegliare e analizzare ulteriormente i rischi connessi ai sistemi di compensazione e regolamento, a livello sia nazionale sia internazionale, nell'intento di individuare le aree in cui i rischi sistemici possono richiedere un'azione concertata.

Legami più stretti tra organi regolamentatori dei settori bancario, mobiliare e assicurativo

Il Rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari

VI. I mercati internazionali dei capitali

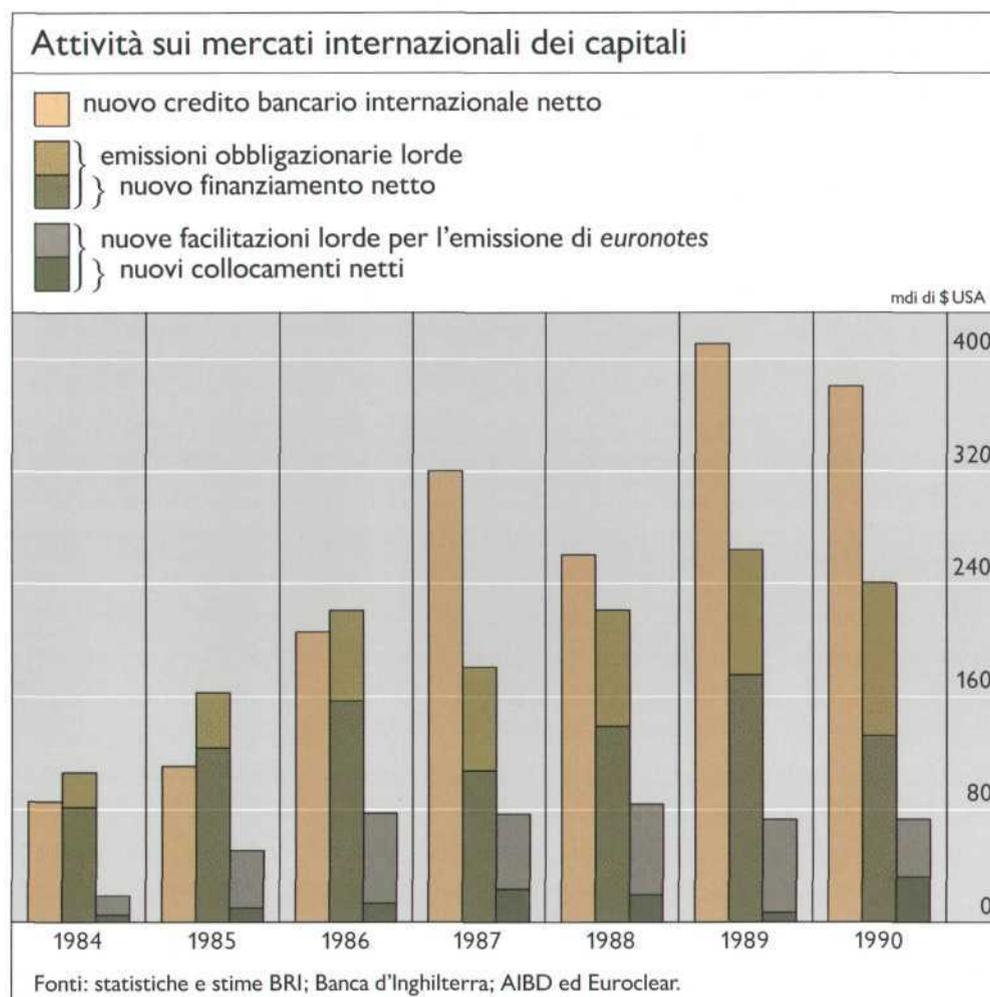
Aspetti salienti

In un contesto offuscato da accresciute incertezze politiche, da sintomi di fragilità finanziaria e da tendenze recessive in ampie parti del mondo, lo scorso anno l'attività sui mercati internazionali dei capitali è stata leggermente meno sostenuta. Benché nel settore bancario internazionale il volume dei nuovi crediti netti sia stato solo di poco inferiore a quello del 1989, la crescita dell'attività interbancaria è notevolmente rallentata, di riflesso ad accresciuti timori circa l'affidabilità creditizia e alla necessità di ottemperare ai parametri intermedi stabiliti dalle nuove prescrizioni di adeguatezza patrimoniale. Questi vincoli di capitale hanno contribuito a un certo inasprimento delle condizioni dei crediti bancari, hanno condotto in alcuni casi a dismissioni di prestiti e hanno inciso in modo particolare sul volume di fondi forniti dal mercato per soddisfare le esigenze di fine esercizio. Inoltre, vi è stato uno spostamento dell'attività verso le banche dell'Europa continentale, che nella maggior parte dei casi non hanno risentito di penuria di capitali e che in alcuni paesi hanno beneficiato della liberalizzazione dei controlli valutari. Per contro, le quote di mercato delle banche USA e giapponesi si sono ridotte.

A causa in parte delle più stringenti condizioni creditizie nel settore bancario internazionale, nel 1990 il finanziamento in *euronotes* ha segnato una ripresa considerevole, e alcune monete di denominazione diversa dal dollaro USA, come l'ecu, hanno incontrato un favore crescente. Il mercato obbligazionario internazionale ha fortemente risentito della caduta dei corsi azionari giapponesi e della contrazione, a essa associata, nell'emissione di obbligazioni collegate ad azioni. La nuova attività d'emissione complessiva ha segnato una certa flessione rispetto ai livelli del 1989, nonostante l'incremento nel settore sia delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso sia delle obbligazioni a tasso variabile (FRN). E' stata registrata una forte espansione in taluni comparti valutari minori del mercato, segnatamente quelli del franco francese e della lira.

Nel 1990, la maggior parte delle tipologie di strumenti finanziari derivati ha continuato a segnare una rapida espansione, specie al di fuori degli Stati Uniti. Si è avuto un forte incremento nella contrattazione di opzioni e *futures* su tassi d'interesse. Anche il mercato degli *swaps* d'interesse ha avuto un andamento sostenuto fino a metà anno, l'ultima data per cui sono disponibili statistiche, mentre l'attività sul mercato degli *swaps* di valuta è stata più contenuta.

Una caratteristica di spicco del periodo in rassegna è stata la rapida espansione dei mercati delle attività denominate in ecu. L'offerta sul mercato primario di obbligazioni in questa unità monetaria è fortemente aumentata, stimolata da alcune emissioni di mutuatari ufficiali nazionali e sopranazionali che hanno assunto un ruolo di riferimento. L'ecu ha incontrato un favore crescente anche nel settore degli strumenti finanziari a più breve scadenza.



Lo scorso anno si è avuto un certo alleviamento della situazione debitoria internazionale. Alcuni paesi pesantemente indebitati verso banche commerciali hanno beneficiato, con il sostegno ufficiale, di un certo sgravio di debito nell'ambito dell'iniziativa Brady e il peso delle esposizioni creditorie verso i PVS nei bilanci delle banche ha continuato a ridursi. Inoltre, alcune nazioni hanno ottenuto un parziale sgravio del loro debito ufficiale, e un ristretto numero di paesi debitori che in precedenza si erano trovati in difficoltà ha cominciato a riguadagnare l'accesso ai mercati internazionali dei capitali. Ciò nondimeno, vari paesi, fra cui alcuni importanti come il Brasile e l'Argentina, non hanno ancora conseguito risultati convincenti nei loro tentativi di riformare l'economia e di pervenire alla stabilità macroeconomica. Le loro perduranti difficoltà nel servizio del debito e il deterioramento delle posizioni sull'estero di talune nazioni dell'Europa orientale sono fra gli aspetti più negativi dell'evoluzione della situazione debitoria internazionale lo scorso anno.

L'attività complessiva sui mercati internazionali dei capitali

Lo scorso anno i mercati internazionali dei capitali hanno continuato a espandersi rapidamente, benché il volume totale dei nuovi crediti sia stato inferiore a quello del 1989. Nel settore bancario, le attività sull'estero più quelle sull'interno in valuta estera si sono espanse complessivamente del 9%, dopo un incremento del

Crescita più contenuta dell'attività bancaria internazionale

15% nell'anno precedente, e questa decelerazione è in gran parte imputabile agli andamenti sul mercato interbancario.

Al netto delle duplicazioni derivanti dalle operazioni interbancarie, l'ammontare totale del nuovo credito intermediato dal sistema bancario internazionale si è contratto da \$ 410 miliardi nel 1989 a \$ 380 miliardi. Tuttavia, la crescita del credito internazionale a residenti dei paesi dell'area dichiarante alla BRI, pari al 18%, è stata ben superiore a quella registrata dagli aggregati del credito bancario interno nell'area stessa. In particolare, si è avuto un forte aumento dei crediti in valuta a soggetti non bancari in paesi europei ad alto tasso d'interesse, e in Giappone un volume cospicuo del credito interno è stato intermediato dai mercati internazionali.

Le attività in essere verso i paesi esterni all'area sono diminuite per il secondo anno consecutivo. L'attuazione dell'iniziativa Brady si è tradotta in un'ingente diminuzione delle attività delle banche verso il Messico e potrebbe aver comportato ulteriori revisioni al ribasso delle esposizioni verso altri paesi fortemente indebitati. Le incerte prospettive economiche in Europa orientale hanno

Ulteriore forte espansione dei crediti finali all'interno dell'area dichiarante ...

... ma contrazione delle attività verso il resto del mondo

Credito netto fornito dal mercato internazionale (stime)

	Consistenze a fine 1985	Variazioni ¹					Consistenze a fine 1990
		1986	1987	1988	1989	1990	
in miliardi di dollari USA							
Totale attività esterne delle banche dichiaranti ²	2.574,3	509,5	601,8	436,1	684,9	480,0	5.907,2
Attività sull'interno in valuta estera	562,8	147,7	163,0	74,8	122,2	109,0	1.309,4
<i>meno: duplicazioni derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante</i>	1.652,1	452,2	444,8	250,9	397,1	209,0	3.866,6
A = Credito bancario internazionale netto ³	1.485,0	205,0	320,0	260,0	410,0	380,0	3.350,0
B = Collocamenti netti di euronotes	16,0	13,4	23,4	19,5	6,9	32,0	111,2
Totale emissioni obbligazionarie internazionali perfezionate		220,5	180,0	220,7	263,6	239,4	
<i>meno: rimborsi e riacquisti</i>		64,6	73,0	82,6	89,4	108,4	
C = Finanziamento netto mediante obbligazioni internazionali	572,5	155,9	107,0	138,1	174,3	131,0	1.472,5
D = A + B + C = Totale finanziamento internazionale	2.073,5	374,3	450,4	417,6	591,2	543,0	4.933,7
<i>meno: duplicazioni⁴</i>	133,5	79,3	50,4	67,6	76,2	78,0	558,7
E = Totale finanziamento internazionale netto	1.940,0	295,0	400,0	350,0	515,0	465,0	4.375,0

¹ I dati di flusso per le posizioni bancarie 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. I dati di consistenza sono convertiti a tassi di cambio correnti. ² Banche situate nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Lussemburgo, Austria, Danimarca, Finlandia, Irlanda, Norvegia, Spagna, Bahamas, Bahrain, Isole Cayman, Hong Kong, Antille olandesi e Singapore, nonché le filiali di banche USA a Panama. ³ Oltre ai crediti diretti internazionali concessi a 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. ⁴ Obbligazioni internazionali acquisite dalle banche dichiaranti, nella misura in cui figurano nelle statistiche bancarie come crediti verso non residenti; obbligazioni emesse dalle banche dichiaranti soprattutto al fine di contribuire al finanziamento della propria attività di credito internazionale.

parimenti indotto le banche a ridurre le loro attività verso i paesi di quella regione.

Il volume delle nuove emissioni obbligazionarie perfezionate nel 1990, pari a \$ 239 miliardi, è stato inferiore del 9% a quello dell'anno precedente. Si è avuto un forte calo delle nuove emissioni di obbligazioni collegate ad azioni, di riflesso alla debolezza dei mercati azionari giapponesi nell'intero arco del 1990, mentre le nuove emissioni di obbligazioni a tasso variabile (FRN) hanno segnato un netto recupero. L'attività nel settore delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso è leggermente accelerata, in particolare in alcuni comparti valutari diversi da quello del dollaro, come quelli di yen, ecu e franco svizzero. Il volume netto effettivo dei nuovi fondi raccolti sui mercati obbligazionari internazionali lo scorso anno è fortemente calato, a causa di un ulteriore pronunciato incremento dei riflussi di fondi per rimborsi a scadenza e riscatti anticipati. Tali riflussi, rapportati alle nuove emissioni perfezionate, sono passati dal 34% nel 1989 al 45%.

Marcato calo del finanziamento obbligazionario

Nel segmento a breve, le emissioni nette di *euronotes* sono balzate da \$ 6,9 miliardi nel 1989 a \$ 32 miliardi, ossia dal 4 al 20% del totale del finanziamento netto in titoli internazionali.

Forte aumento delle emissioni di *euronotes*

Un'ampia gamma di fattori ha contribuito a comprimere l'attività sui mercati internazionali dei capitali nel corso del 1990. Nella prima parte dell'anno, il "triplice calo" di prezzo delle attività in Giappone – ossia la caduta del mercato azionario di Tokyo, la diminuzione dei corsi delle obbligazioni in yen innescata da una politica monetaria più restrittiva e il deprezzamento dello yen – ha esercitato un effetto frenante sulle operazioni creditizie attive e passive dei soggetti giapponesi. Con il venir meno delle emissioni di obbligazioni collegate ad azioni le società non finanziarie giapponesi si sono allontanate, per la raccolta di fondi, dai mercati internazionali dei titoli. La quota del finanziamento totale delle società giapponesi ascrivibile alle obbligazioni internazionali si è contratta dal 13% nel 1989 al 5,4% nei primi nove mesi del 1990. Nel contempo, di fronte ai crescenti tassi d'interesse interni e alle ampie oscillazioni nei tassi di cambio, gli investitori giapponesi hanno ridimensionato le loro posizioni sui mercati internazionali. Infine, i coefficienti patrimoniali delle banche giapponesi hanno subito una forte erosione, in quanto la caduta del mercato azionario ha ridotto le loro riserve di rivalutazione di oltre il 50%. In base all'accordo di Basilea sull'adeguatezza di capitale, il 45% delle riserve di rivalutazione delle banche può essere incluso nel patrimonio di classe 2, e nel caso delle banche giapponesi a fine marzo 1990 tali riserve rappresentavano circa il 90% del patrimonio supplementare. A seguito del calo dei corsi azionari, si stima che a fine settembre 1990 i coefficienti patrimoniali delle banche fossero diminuiti di circa l'11/2-2% rispetto ai livelli di fine marzo, nonostante il forte apprezzamento della moneta giapponese, che ha ridotto il valore in yen delle loro posizioni in dollari. Nel tentativo di alleviare queste pressioni, le autorità giapponesi hanno autorizzato l'emissione di obbligazioni subordinate sui mercati internazionali (in precedenza le banche commerciali in Giappone non erano autorizzate a emettere tali titoli). Nel terzo trimestre 1990, le banche giapponesi hanno potuto raccogliere in tal modo fondi per un totale di \$ 6,7 miliardi; in pari tempo, esse hanno fortemente ridotto le loro operazioni di *window-dressing* a fine marzo e fine settembre.

Ridotto ruolo degli operatori bancari e non bancari giapponesi nei mercati internazionali

Impatto dell'invasione del Kuwait sull'attività bancaria in Medio Oriente

L'invasione del Kuwait in agosto e il conseguente pronunciato aumento dei corsi petroliferi ha scosso i mercati internazionali dei capitali. Si sono avute repentine variazioni nei prezzi delle attività, essendo fortemente calati i corsi azionari e delle obbligazioni. Ciò ha influenzato anche le operazioni bancarie internazionali, soprattutto con le banche situate nel Medio Oriente. Le transazioni con il Kuwait e l'Irak sono state sospese. Vi sono altresì stati massicci prelievi sui depositi presso le banche situate negli altri paesi della regione, nonché riduzioni delle loro linee creditizie. Fra fine giugno e fine settembre, le attività internazionali degli stabilimenti bancari *offshore* nel Bahrain sono calate del 14%; tuttavia, nei mesi seguenti, l'incremento degli introiti petroliferi dei paesi OPEC si è tradotto in un ampio riflusso di fondi verso queste banche.

Tensioni a fine anno sul mercato interbancario

Nel quarto trimestre, vi è stata una serie di declassamenti pubblicizzati del merito di credito di banche attive internazionalmente e, sul mercato interbancario, alcune istituzioni finanziarie avrebbero incontrato difficoltà di finanziamento. Alcune grandi banche sembrano non essere state disposte a soddisfare i fabbisogni di liquidità delle loro controparti alla fine dell'anno, abbassando i loro limiti di fido o, in taluni casi estremi, non rinnovando depositi giunti a scadenza. Di conseguenza, a fine 1990 le pressioni sul finanziamento erano molto più pronunciate che negli anni precedenti. Il tasso sui fondi federali *overnight* nel mercato interno USA è salito fortemente, toccando il 20–25% a fine novembre. Dopo una momentanea tregua agli inizi di dicembre, la competizione nel reperimento di fondi si è nuovamente intensificata verso la fine dell'anno, e a un certo punto i tassi sull'eurodollaro per i fondi con scadenza oltre fine anno sono saliti al 30%. Le preoccupazioni circa il merito di credito sono state evidenti anche sul mercato obbligazionario dell'eurodollaro, e il differenziale di rendimento fra le obbligazioni societarie a elevato *rating* e i titoli del Tesoro USA si è ampliato di 40–60 punti base. Tuttavia, all'inizio del 1991 gli *spreads* erano tornati a livelli più normali.

Il settore bancario internazionale

Andamento degli aggregati complessivi

Cambiamenti nella natura dell'attività interbancaria

Lo scorso anno, le attività sull'estero delle banche dichiaranti più le loro attività in valuta estera sui residenti interni hanno segnato un incremento di \$589 miliardi, inferiore di \$218 miliardi a quello dell'anno precedente. All'interno dell'area dichiarante l'attività interbancaria si è nettamente contratta, totalizzando solo il 58% dell'espansione complessiva degli aggregati bancari internazionali lordi, ovvero soltanto il 40% circa se si escludono le transazioni fra stabilimenti collegati. Questo livello è considerevolmente inferiore a quello degli anni precedenti. Il deterioramento del merito di credito di alcune banche, la necessità di ottemperare ai requisiti di adeguatezza patrimoniale, il maggior ricorso agli strumenti derivati e l'ulteriore liberalizzazione dei mercati monetari in vari paesi, in particolare il Giappone, hanno contribuito a questo calo nella quota delle transazioni interbancarie. Nel contempo, il mercato interbancario internazionale è rimasto un'importante fonte di finanziamento del credito interno: il rapporto fra il nuovo indebitamento netto delle banche dichiaranti su questo mercato e il volume lordo delle loro operazioni interbancarie internazionali si è continuamente accresciuto, salendo dal 12% nel 1986 al 39% nel 1990.

Aspetti salienti dell'attività bancaria internazionale					
	Variazioni depurate dagli effetti di cambio				Consistenze a fine 1990
	1987	1988	1989	1990	
in miliardi di dollari USA					
A = Attività verso paesi esterni all'area dichiarante di cui: verso soggetti non bancari	11,6 2,7	13,5 -4,3	- 1,7 - 11,5	-17,0 - 15,3	718,6 390,5
B = Attività internazionali verso residenti all'interno dell'area dichiarante	740,9	496,4	793,8	583,6	6.336,1
(1) attività verso soggetti non bancari	187,2	159,9	229,5	241,0	1.684,4
(2) impiego di fondi interbancari internazionali per crediti sull'interno	108,9	85,6	167,2	133,6	785,1
(3) ridepositi interbancari	444,8	250,9	397,1	209,0	3.866,6
C = Partite non classificate	12,4	1,1	15,0	22,4	161,9
D = A + B + C = Totale attività bancarie internazionali lorde	764,8	510,9	807,1	589,0	7.216,6
E = D-B (3) = Credito bancario internazionale netto (stime)	320,0	260,0	410,0	380,0	3.350,0
A = Passività verso paesi esterni all'area dichiarante di cui: verso soggetti non bancari	48,7 12,0	41,5 21,1	57,6 27,8	69,4 20,2	656,3 252,5
B = Passività internazionali verso residenti all'interno dell'area dichiarante	725,6	460,8	720,1	525,9	6.177,6
(1) passività verso soggetti non bancari	71,0	66,3	159,7	111,3	1.044,7
(2) offerta di fondi interni al mercato interbancario internazionale*	164,1	118,8	147,0	171,3	1.333,0
(3) ridepositi interbancari	490,5	275,7	413,4	243,3	3.799,9
C = Partite non classificate	36,2	33,3	45,7	28,0	316,0
D = A + B + C = Totale passività bancarie internazionali lorde	810,5	535,7	823,4	623,3	7.149,9

* Compresi i fondi fiduciari incanalati sul mercato tramite le banche operanti in Svizzera.

Lo scorso anno, i nuovi crediti si sono sostanzialmente limitati all'area dichiarante. Al netto delle duplicazioni, l'incremento del credito finale a questo gruppo di paesi è ammontato a \$ 375 miliardi, di cui oltre \$ 240 miliardi hanno rappresentato prestiti diretti a soggetti non bancari. Per contro, le attività identificate verso paesi esterni all'area si sono contratte di \$ 17 miliardi. Dal lato della provvista delle banche, tuttavia, i paesi esterni all'area sono stati importanti fornitori di nuovi fondi, avendo aumentato i propri depositi in essere di quasi \$ 70 miliardi. Di conseguenza, la posizione debitoria netta complessiva di questi paesi nei confronti delle banche dichiaranti è scesa a \$ 62 miliardi, ossia a solo un quarto del livello di tre anni prima. Infine, le attività geograficamente non classificate, comprendenti talune disponibilità in titoli e posizioni creditorie verso istituzioni internazionali, si sono espanse di \$ 22 miliardi.

Ulteriore spostamento dei crediti verso soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante

La struttura per nazionalità dell'attività bancaria internazionale

La graduale introduzione dei nuovi requisiti di adeguatezza patrimoniale, la minore ricettività dei mercati azionari e, in taluni paesi, il deterioramento del merito di credito delle banche hanno lasciato un chiaro segno, lo scorso anno, sulla distribuzione dell'attività bancaria internazionale considerata sotto il profilo della nazionalità di appartenenza dell'istituzione controllante. Alle banche

Marcati cambiamenti nelle quote di mercato

giapponesi, che fino ad allora avevano fornito il maggiore impulso all'espansione del mercato bancario internazionale, è ascrivibile meno del 20% dell'aumento del valore in dollari correnti delle attività internazionali delle banche dichiaranti (non sono disponibili dati depurati dagli effetti di cambio), e la loro quota sul totale delle posizioni in essere è scesa da un massimo del 38% nel 1988 al 35,5% alla fine dello scorso anno. Le attività internazionali delle banche USA si sono ridotte di \$ 15 miliardi, e la loro quota sul totale in essere è scesa ulteriormente, fino a un minimo storico del 12%. Al netto delle attività verso gli stabilimenti collegati, la quota delle banche USA sul totale delle attività internazionali, inferiore all'8%, è ora nettamente più bassa di quella delle banche tedesche e francesi (rispettivamente 11,5 e 10,5%). In effetti, le banche europee, la cui

Attività e passività internazionali delle banche dichiaranti in base alla nazionalità dell'istituzione controllante*

	Variazioni nel 1989 in dollari correnti				Variazioni nel 1990 in dollari correnti				Consistenze totali	
	totale	di cui, verso:			totale	di cui, verso:			fine 1985	fine 1990
		banche colle- gate	banche non col- legate	soggetti non bancari		banche colle- gate	banche non col- legate	soggetti non bancari		
in miliardi di dollari USA										
Banche giapponesi										
attività	202,0	87,0	79,6	35,3	153,0	71,6	49,9	31,6	707,0	2.120,4
passività	211,1	41,9	160,5	8,6	135,1	38,5	56,4	40,3	672,5	2.059,8
Banche statunitensi										
attività	60,9	46,2	1,4	13,2	-15,3	10,1	-30,3	4,9	593,3	712,4
passività	68,3	45,3	-8,1	31,2	-2,7	14,3	-6,2	-10,9	555,2	741,6
Banche tedesche										
attività	81,6	18,9	50,8	12,0	166,2	36,8	82,2	47,1	191,0	601,8
passività	54,2	14,9	6,7	32,7	130,2	34,5	41,8	53,8	157,4	459,3
Banche francesi										
attività	45,5	4,3	25,0	16,4	122,3	39,3	49,8	33,1	245,2	555,2
passività	56,1	0,3	25,8	30,0	154,2	52,6	49,0	52,6	248,9	610,9
Banche italiane										
attività	52,6	3,3	25,6	23,7	73,5	8,4	27,7	37,4	113,5	328,0
passività	47,7	0,8	31,2	15,8	74,0	7,7	45,6	20,7	115,1	330,5
Banche britanniche										
attività	7,9	7,5	-3,2	3,6	25,2	0,0	20,8	4,4	191,0	272,3
passività	39,8	6,2	-5,8	39,7	13,2	0,3	11,6	1,1	200,8	321,6
Altre										
attività	102,9	27,2	11,8	64,0	262,2	68,6	89,6	104,1	672,7	1.379,2
passività	83,6	8,8	41,8	32,3	321,6	77,6	115,7	128,5	664,9	1.444,3
Totale										
attività	553,4	194,4	191,0	168,2	787,1	234,8	289,7	262,6	2.713,7	5.969,3
passività	560,8	118,2	252,1	190,3	825,6	225,5	313,9	286,1	2.614,8	5.968,0

* La tabella riporta le posizioni esterne in tutte le monete più le posizioni in valuta estera verso i rispettivi residenti, delle banche situate nei seguenti diciassette paesi: Austria, Belgio-Lussemburgo, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti (soltanto le posizioni esterne in moneta nazionale), Svezia e Svizzera. Le posizioni delle banche USA comprendono altresì le posizioni sull'estero notificate dalle filiali di banche USA nelle Bahamas, nelle Isole Cayman, a Panama, Hong Kong e Singapore. In questa tabella le attività e passività internazionali sono raggruppate in base alla nazionalità dell'istituzione controllante. Le cifre relative ai soggetti non bancari comprendono le posizioni verso le istituzioni monetarie ufficiali e, dal lato delle passività, le emissioni di CD e di altri titoli da parte delle banche.

quota incrementale si era aggirata in media sul 35% negli anni precedenti, nel 1990 hanno contribuito per oltre tre quarti all'espansione delle attività bancarie internazionali.

In termini di dollari correnti la crescita delle attività internazionali delle banche giapponesi è rallentata da \$ 202 miliardi nel 1989 a \$ 153 miliardi. Peraltro, al netto degli effetti di cambio, lo scorso anno l'espansione è stata pari ad appena un terzo di quella del 1989. Dopo vari anni di crescita sostenuta, le banche giapponesi hanno diminuito di \$ 24 miliardi le attività sull'estero delle loro affiliate USA e hanno ridotto le nuove operazioni di credito internazionale contabilizzate a Tokyo (di oltre il 50% tenendo conto degli effetti di cambio) e a Londra. D'altra parte, esse hanno continuato a rafforzare la loro presenza nell'Europa continentale, specialmente in Francia e in Belgio. Dal lato della provvista, il rallentamento della crescita è dovuto principalmente al minore ricorso al mercato interbancario internazionale, che in passato aveva costituito la principale fonte di finanziamento. Anche in termini di dollari correnti il nuovo indebitamento presso le banche non affiliate è stato ridotto di quasi due terzi.

Ridotto ruolo delle banche giapponesi ...

Il calo assoluto delle attività internazionali delle banche USA ha interessato praticamente tutti i centri dichiaranti eccetto Londra. Esso è attribuibile per la maggior parte (\$ 20 miliardi) alle case madri statunitensi, benché in termini relativi la contrazione registrata dalle affiliate nell'Europa continentale sia stata ancora maggiore. Dal punto di vista del tipo di controparte, vi sono state marcate differenze fra le operazioni con istituzioni collegate e quelle con soggetti non collegati. Le attività in essere verso le banche non affiliate sono diminuite di \$ 30 miliardi, mentre quelle infragruppo si sono espanse di \$ 10 miliardi, in quanto le affiliate londinesi sono state utilizzate per finanziare le carenze di fondi dovute principalmente ai prelievi da depositi di soggetti non bancari presso banche USA all'estero, pari a \$ 11 miliardi.

... e statunitensi

Lo scorso anno le banche europee, in particolare quelle con casa madre nell'Europa continentale, hanno fortemente accresciuto le loro operazioni internazionali. In termini di dollari correnti, il totale delle attività sull'estero in tutte le valute e delle attività verso i residenti in valuta estera è aumentato di \$ 595 miliardi, ossia del 28%. Quest'espansione si è ripartita in modo alquanto uniforme fra i vari gruppi nazionali. Mentre in termini assoluti essa è stata particolarmente marcata per le banche tedesche e francesi, i tassi di crescita dell'attività internazionale più elevati, del 40% o più, sono stati segnati da banche svedesi, spagnole e finlandesi. Si è avuto un fortissimo incremento dei prestiti a residenti non bancari dei paesi che avevano di recente abolito le restanti restrizioni valutarie. Questi crediti in valuta estera sono stati in gran parte erogati sotto forma di finanziamenti a residenti nazionali da parte dei rispettivi sistemi bancari, che si sono a loro volta rifinanziati sul mercato interbancario internazionale. Ciò è avvenuto in particolare in Finlandia, Francia, Italia e Svezia. Inoltre, il rapido sviluppo dell'attività in vari centri della CEE, collegato a operazioni di fusione e acquisizione, si è inevitabilmente tradotto in un considerevole incremento delle operazioni fra vari gruppi nazionali. Alle banche di paesi dell'Europa continentale è altresì ascrivibile nel 1990 la maggior parte della crescita nei depositi non bancari internazionali e nel credito diretto a soggetti non bancari.

Forte crescita delle posizioni internazionali delle banche dell'Europa continentale

Andamenti nei singoli centri di mercato

Attività sostenuta nei centri di mercato europei

Nel 1990, la crescita dell'attività bancaria internazionale si è fortemente concentrata nei centri di mercato europei, ai quali è dovuto oltre il 70% del totale del nuovo credito sull'estero e sull'interno in valuta estera. Il maggior incremento nelle attività sull'estero (\$ 85 miliardi) è stato segnato dalle banche nel Regno Unito, che sono state importanti prenditrici nette di fondi in sterline dall'estero (\$ 19 miliardi). Le attività esterne delle banche in Francia hanno segnato un'ulteriore forte crescita (del 18%) ma, su base netta, queste ultime hanno raccolto un elevato ammontare di fondi esteri in moneta nazionale rimpatriando depositi spostati all'estero da soggetti non bancari francesi (si vedano le pagine 136–137).

Circa \$ 20 miliardi della crescita registrata dalle posizioni esterne delle banche in Germania sono dovuti all'inclusione delle banche della Germania orientale fra le istituzioni dichiaranti. Le banche in Germania sono rimaste importanti esportatrici nette di fondi, fornendo al mercato internazionale \$ 14,5 miliardi in marchi, di cui una ingente quota sotto forma di crediti a lungo termine. La crescita delle attività estere è stata particolarmente forte anche per le banche in Spagna (33%) e Danimarca (20%).

Andamenti delle posizioni bancarie nei singoli centri dichiaranti: attività									
Posizioni delle banche situate in	Variazioni depurate dagli effetti di cambio						Consistenze a fine 1990		
	1989			1990			Posizioni esterne		Posizioni sul-l'interno in valuta
	Posizioni esterne		Posizioni sul-l'interno in valuta	Posizioni esterne		Posizioni sul-l'interno in valuta	in moneta nazionale	in valuta estera	
	in moneta nazionale	in valuta estera		in moneta nazionale	in valuta estera				
in miliardi di dollari USA									
Regno Unito	5,1	50,0	10,6	8,3	76,8	27,2	97,6	971,4	315,0
Francia	4,3	50,3	4,3	8,9	55,8	-2,3	66,6	358,1	77,8
Germania	34,3	20,0	0,2	29,6	38,8	3,0	244,6	124,4	7,8
Lussemburgo	0,2	36,3	4,4	0,9	40,5	6,1	4,9	291,1	50,3
Belgio	0,5	19,3	1,8	1,9	20,9	4,9	13,8	183,2	57,0
Paesi Bassi	5,8	16,4	5,1	0,6	21,8	3,1	33,1	141,3	27,2
Svizzera	-5,7	-0,3	3,6	-3,6	6,9	0,3	66,0	76,6	20,5
Svezia	1,6	4,4	16,6	-1,9	4,7	21,7	1,7	24,4	73,4
Altri paesi europei	12,0	18,5	18,4	-7,3	26,8	25,0	34,4	225,8	151,9
Totale paesi europei	58,1	214,9	65,0	37,4	293,0	89,0	562,7	2.396,3	780,9
Giappone: "Japan Offshore Market"	69,0	46,0	26,0	18,6	34,0	25,0	215,0	280,0	92,0
altri	4,0	33,5	29,3	1,3	18,7	-9,5	202,8	252,8	406,3
Stati Uniti: "IBF"	29,2	-0,7	0,0	-38,5	-6,2	0,0	251,3	51,5	0,0
altri	15,4	2,6	0,0	15,3	1,4	0,0	261,1	14,5	0,0
Centri di mercato asiatici	-1,1 ¹	117,6 ²	..	2,2 ¹	115,3 ²	..	6,8 ¹	827,9 ²	..
Altri centri ³	0,5 ⁴	95,9	1,9 ⁴	0,1 ⁴	-12,7	4,5 ⁴	4,4 ⁴	580,0	30,2 ⁴
Totale	175,1	509,8	122,2	36,4	443,5	109,0	1.504,1	4.403,0	1.309,4

¹ Solo Hong Kong. ² Comprende il Bahrain. ³ Comprende il Canada. ⁴ Solo Canada.

Andamenti delle posizioni bancarie nei singoli centri dichiaranti: passività									
Posizioni delle banche situate in	Variazioni depurate dagli effetti di cambio						Consistenze a fine 1990		
	1989			1990			Posizioni esterne		Posizioni sul-l'interno in valuta
	Posizioni esterne		Posizioni sul-l'interno in valuta	Posizioni esterne		Posizioni sul-l'interno in valuta	in moneta nazionale	in valuta estera	
	in moneta nazionale	in valuta estera		in moneta nazionale	in valuta estera				
in miliardi di dollari USA									
Regno Unito	17,7	62,7	-8,3	27,3	75,0	35,9	175,8	1.025,5	282,1
Francia	15,9	50,1	12,5	40,9	47,2	-12,3	96,9	385,1	62,4
Germania	12,1	13,1	1,3	15,1	31,8	3,7	126,1	98,8	10,8
Lussemburgo	0,7	34,2	6,5	0,8	35,4	7,8	5,2	266,0	62,6
Belgio	1,8	15,8	5,8	2,3	13,1	8,2	22,7	194,6	47,9
Paesi Bassi	1,1	8,1	7,7	2,6	18,1	5,9	24,6	123,6	34,9
Svizzera	3,8	6,1	2,1	7,4	4,2	2,3	37,9	73,5	23,3
Svezia	0,2	18,4	0,7	-0,4	21,8	4,0	3,9	86,7	12,4
Altri paesi europei	10,3	36,0	4,6	1,5	39,2	15,5	43,9	355,7	57,2
Totale paesi europei	63,6	244,5	32,9	97,5	285,8	71,0	537,0	2.609,5	593,6
Giappone: "Japan Offshore Market"	19,7	38,0	35,0	9,5	28,0	30,0	136,0	282,0	90,0
altri	36,5	46,6	13,9	-6,1	15,6	-2,5	177,2	363,3	325,6
Stati Uniti: "IBF"	48,6	-1,9	0,0	-16,7	-4,4	0,0	317,5	55,9	0,0
altri	15,2	-0,6	0,0	19,8	1,0	0,0	269,3	13,2	0,0
Centri di mercato asiatici	4,0 ¹	109,2 ²	..	2,0 ¹	99,1 ²	..	12,7 ¹	761,2 ²	..
Altri centri ³	2,0 ⁴	114,9	1,3 ⁴	0,6 ⁴	-7,7	0,8 ⁴	9,9 ⁴	584,6	11,5 ⁴
Totale	189,6	550,7	83,1	106,6	417,4	99,3	1.459,5	4.669,7	1.020,7

¹ Solo Hong Kong. ² Comprende il Bahrain. ³ Comprende il Canada. ⁴ Solo Canada.

L'espansione delle attività sull'estero delle banche in Giappone è scesa da \$153 miliardi nel 1989 a \$73 miliardi. Ancora una volta gli aumenti si sono concentrati nelle posizioni del "Japan Offshore Market", tramite il quale le banche giapponesi hanno convogliato fondi per un importo netto di \$15 miliardi verso il mercato internazionale, segnatamente i centri *offshore* in Asia. Le attività esterne delle banche a Hong Kong e Singapore si sono espanse molto rapidamente (del 20%), e oltre il 75% di questa crescita si è avuta nei confronti del Giappone.

Le attività sull'estero delle banche negli Stati Uniti si sono contratte di \$28 miliardi. Questo calo è in ampia misura ascrivibile a cancellazioni di esposizioni verso i paesi in via di sviluppo, gran parte delle quali erano state contabilizzate presso le "International Banking Facilities" (IBF). Il decremento delle attività delle IBF è anche in parte correlato all'abbassamento dei coefficienti di riserva obbligatoria a fine 1990. La brusca inversione di flusso nelle attività delle banche situate nei centri *offshore* dei Caraibi (escluse le banche non USA nelle Isole Cayman), passate da un'espansione di \$94 miliardi nel 1989 a una

Minore crescita delle operazioni sull'estero delle banche in Giappone ...

... e contrazione per le banche negli Stati Uniti

contrazione assoluta di \$ 15 miliardi, è dovuta in parte al calo delle operazioni delle banche situate negli Stati Uniti.

Le operazioni dirette delle banche con soggetti non bancari all'interno dell'area dichiarante

Accelerazione dei crediti a soggetti non bancari

L'ulteriore accelerazione nelle operazioni dirette delle banche dichiaranti con soggetti non bancari interni all'area ha interessato un'ampia gamma di paesi. In Europa, la recente rimozione dei controlli valutari in molti paesi ha condotto a un'ulteriore integrazione, nettamente percepibile, fra mercati interni e internazionali. In effetti, lo scorso anno una quota eccezionalmente elevata del credito bancario totale è stata intermediata dal mercato internazionale. Specie nei paesi ad alto tasso d'interesse, dove vi erano aspettative di stabilità del cambio nel breve periodo, l'indebitamento in valuta, o all'estero, si è rivelato molto attraente. I residenti italiani hanno raccolto un ammontare record di \$ 23 miliardi direttamente dalle banche all'estero e altri \$ 5 miliardi in valuta dalle banche interne. Tale raccolta di fondi internazionali è stata equivalente al 40% dell'espansione complessiva del credito bancario interno. Analogamente, i nuovi crediti internazionali a soggetti non bancari svedesi, per lo più sotto forma di fondi in valuta erogati dalle banche interne, sono stati di tredici volte superiori al volume dei nuovi crediti sull'interno in corone svedesi. Su scala assoluta più ridotta, i soggetti finlandesi hanno mutuato \$ 6 miliardi all'interno in valuta. L'ammontare record dei nuovi prestiti ai residenti dei Paesi Bassi, pari a \$ 18,8 miliardi, non può essere direttamente raffrontato con gli andamenti del credito in questo paese, in quanto un'ampia quota di fondi è stata raccolta e riconvogliata all'estero tramite le speciali unità di finanziamento affiliate di società estere.

Attività delle banche dichiaranti alla BRI verso soggetti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci

Attività verso residenti non bancari in	Variazioni depurate dagli effetti di cambio						Consistenze a fine 1990		
	Posizioni sull'estero		Posizioni sull'interno in valuta estera		Per memoria: credito bancario interno ¹		Posizioni sull'estero	Posizioni sull'interno in valuta estera	Per memoria: credito bancario interno ¹
	1989	1990	1989	1990	1989	1990			
in miliardi di dollari USA									
Stati Uniti	35,5	11,7	0,0	0,0	89,5	-9,3	231,5	0,0	4.344,1
Giappone	47,5	63,5	11,4	8,4	398,4	381,6	196,7	226,8	4.528,1
Germania	1,7	2,5	-0,2	1,5	80,0	117,9 ²	82,7	4,5	1.779,7 ²
Francia	1,8	5,8	0,2	0,8	90,3	115,8	28,9	21,3	1.363,4
Italia	10,9	22,9	7,0	5,0	57,1	69,6	73,3	51,8	771,3
Regno Unito	8,3	10,1	29,7	9,6	146,2	138,4	53,4	132,7	1.147,7
Canada	5,2	5,1	1,8	4,3	28,1	22,2	30,3	27,8	280,7
Paesi Bassi	7,8	15,5	3,9	3,3	13,2	15,8	54,3	18,9	332,5
Svizzera	4,0	4,2	2,3	1,4	34,7	28,6	25,4	12,7	343,0
Svezia	2,8	4,9	15,8	17,8	5,4	1,7	19,2	65,3	126,6
Belgio-Lussemburgo	3,3	2,6	2,9	0,4	29,5	14,6	27,2	36,8	335,1

¹ Escluso il credito in valuta estera. ² Solo Germania occidentale.

Il mercato bancario internazionale quale sbocco dei depositi di soggetti non bancari nei paesi del Gruppo dei Dieci

Passività verso residenti non bancari in	Variazioni depurate dagli effetti di cambio						Consistenze a fine 1990		
	Posizioni sull'estero		Posizioni sull'interno in valuta estera		Per memoria: aggregati monetari ampi ¹		Posizioni sull'estero	Posizioni sull'interno in valuta estera	Per memoria: aggregati monetari ampi ¹
	1989	1990	1989	1990	1989	1990			
	in miliardi di dollari USA								
Stati Uniti	18,7	0,5	0,0	0,0	159,7	63,6	257,9	0,0	4.035,4
Giappone	13,5	-3,6	..	..	350,5	260,0	21,0	..	3.757,2
Germania	23,0	25,5	1,1	2,1	38,8	49,2 ²	112,8	7,4	889,6 ²
Francia	5,1	10,1	8,0	-6,5	68,0	73,4	30,6	12,3	970,7
Italia	1,6	5,4	1,1	0,9	96,3	100,0	14,4	4,7	1.032,3
Regno Unito	7,0	8,8	12,8	18,6	109,7	98,6	50,5	94,6	919,2
Canada	0,1	0,4	1,5	0,5	28,3	20,3	12,6	9,1	270,5
Paesi Bassi	10,4	1,1	6,9	5,6	14,8	10,7	49,9	26,1	144,9
Svizzera	13,4	9,4	2,1	1,3	13,8	8,6	66,8	12,9	288,3
Svezia	1,1	0,0	-0,3	0,6	8,8	10,0	4,1	5,0	116,9
Belgio-Lussemburgo	5,2	6,1	8,8	5,4	17,5	6,6	33,1	40,0	194,0

¹ M₂ per Belgio-Lussemburgo e Paesi Bassi, M₂ + CD per il Giappone, M₄ per il Regno Unito, M₃-eurodollari *overnight* e a termine per gli Stati Uniti, M₃ per gli altri paesi. ² Solo Germania occidentale.

I nuovi crediti sull'estero a soggetti non bancari giapponesi sono saliti da \$ 48 miliardi nel 1989 a \$ 64 miliardi. L'aumento è dovuto a un'espansione più che proporzionale dei crediti concessi dai centri *offshore* in Asia. Una causa di questo ingente flusso creditizio dai centri *offshore* ai residenti giapponesi potrebbe essere la fissazione di direttrici informali di crescita del credito bancario interno. Lo scorso anno, i prestiti erogati a soggetti non bancari britannici e statunitensi sono stati leggermente inferiori, a seguito della flessione delle operazioni collegate a fusioni e acquisizioni e dell'accresciuta percezione del rischio di credito.

Per quanto riguarda il lato della provvista delle banche, i depositi internazionali affluiti da soggetti non bancari residenti all'interno dell'area dichiarante si sono espansi di \$ 111 miliardi, ossia del 12%. In molti paesi dell'Europa continentale sembra esservi stata una crescente sostituibilità fra depositi interni ed esterni. Il livello record dei tassi d'interesse a breve ha innalzato il costo implicito degli obblighi di riserva in Germania e ha ampliato il differenziale d'interesse fra depositi interni ed eurodepositi. Di conseguenza, i depositi dei residenti non bancari tedeschi presso le banche all'estero sono aumentati di ulteriori \$ 26 miliardi. Quest'espansione equivale a circa il 50% della crescita dell'aggregato monetario interno ampio usato in Germania, M₃. Nel 1990, con l'abolizione dei controlli valutari, gli obblighi di riserva hanno avuto un ruolo fondamentale anche nel deviare dal mercato interno agli euromercati i depositi dei residenti francesi, in particolare i fondi di investimento del mercato monetario. Nei primi tre trimestri del 1990, i depositi sull'estero identificati dei soggetti non bancari francesi sono ammontati a \$ 15 miliardi, equivalenti al 18% della crescita di M₃. Tuttavia, in seguito all'abbassamento dei coefficienti di riserva in ottobre, i

Ulteriore aumento dei prestiti a operatori non bancari giapponesi

Rapida espansione dei depositi di soggetti non bancari...

... anche in rapporto agli aggregati monetari interni

residenti francesi hanno ridotto di \$ 4,5 miliardi i loro depositi esterni. I depositi all'estero di soggetti italiani si sono espansi del 60%, salendo a \$ 14,4 miliardi. Quelli dei residenti non bancari svizzeri si sono accresciuti rapidamente, e il loro incremento in termini assoluti ha sopravanzato nel 1990 l'espansione dell'aggregato interno M_3 .

Si è avuta altresì una marcata espansione nei depositi sull'estero di soggetti britannici (\$ 8,8 miliardi), principalmente istituzioni finanziarie non bancarie. Per contro, i depositi di residenti USA negli euromercati risultavano ammontare nel 1990 a soli \$ 0,5 miliardi; tuttavia, non sono finora disponibili dati per le banche non USA nelle Isole Cayman, che nell'anno precedente avevano notificato un fortissimo incremento di tali depositi. Infine, si stima che \$ 45 miliardi di fondi non bancari siano stati convogliati sui mercati internazionali tramite conti fiduciari gestiti da banche svizzere.

Le operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante

Sensibile calo delle attività verso i paesi esterni all'area

Le attività in essere delle banche verso i paesi esterni all'area, che si erano già contratte di \$ 2 miliardi nel 1989, si sono ridotte lo scorso anno di ulteriori \$ 17 miliardi. Nei PVS non OPEC, la riduzione dell'esposizione delle banche dichiaranti nei confronti dell'America Latina si è accelerata, da \$ 17 miliardi nel 1989 a \$ 27 miliardi. Il calo di gran lunga più netto è stato segnato nei confronti del Messico, il cui debito bancario è stato ridotto di \$ 15 miliardi (22%). Ciò è dovuto in ampia misura alla preferenza mostrata dalle banche per l'opzione prevedente la permuta di crediti contro obbligazioni scontate, nel quadro dell'accordo stipulato nel marzo 1990, benché vi abbiano contribuito anche altri fattori quali i riscatti di passività, conversioni di debito in partecipazioni azionarie e cessioni di crediti. Nel contempo, il Messico ha accresciuto di \$ 3,4 miliardi le sue disponibilità presso le banche, così che a fine anno le attività nette verso questo paese ammontavano a \$ 29 miliardi, ossia a solo la metà circa rispetto al 1985. Altri cali notevoli delle attività identificate sono stati segnati da Brasile (\$ 7,1 miliardi) e Argentina (\$ 3,5 miliardi). Ai programmi di conversione del debito è attribuibile gran parte del calo registrato per l'Argentina, mentre nel caso del Brasile, che a fine anno aveva accumulato arretrati verso le banche creditrici per oltre \$ 8 miliardi, la riduzione notificata dei debiti bancari deriva da una combinazione di cancellazioni e riscatti non ufficiali di debito.

Impatto del programma messicano di ristrutturazione del debito

Forte aumento dei depositi di Cina e Taiwan

Le attività verso l'Asia sono aumentate di \$ 17,8 miliardi, ossia del 15%. Il nuovo credito alla Cina è, da solo, ammontato a \$ 7,5 miliardi, cui si contrappone tuttavia un aumento di ben \$ 16 miliardi nei depositi, che ha portato a \$ 9 miliardi la posizione creditoria netta di questo paese verso le banche dichiaranti. Il nuovo credito agli altri paesi si è essenzialmente concentrato in Thailandia (\$ 4,6 miliardi), Corea del Sud (\$ 4,1 miliardi) e India (\$ 1,2 miliardi). D'altra parte, Taiwan e Malaysia hanno considerevolmente accresciuto i propri depositi presso le banche dichiaranti (rispettivamente di \$ 7,5 e 2,8 miliardi).

Passaggio del Venezuela da debitore a creditore netto

Il forte incremento degli introiti petroliferi ha accresciuto i depositi dei paesi OPEC; alla base dell'aumento complessivo di \$ 18 miliardi vi è stata un'espansione di ammontare ancora superiore nell'ultima parte dell'anno. La variazione più ampia nelle posizioni delle banche è stata registrata nei confronti del Venezuela. A causa principalmente dell'accordo di alleggerimento del debito

Operazioni delle banche dichiaranti alla BRI con i paesi esterni all'area dichiarante

	Variazioni depurate dagli effetti di cambio							Consistenze	
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	a fine 1983	a fine 1990
	in miliardi di dollari USA								
Crediti erogati dalle banche dichiaranti a:									
Paesi industriali non dichiaranti	5,2	7,2	7,2	4,8	2,1	2,9	7,1	85,9	145,8
Europa orientale	-0,1	5,7	3,7	2,3	8,3	9,3	- 9,9	52,0	78,5
<i>di cui: Unione Sovietica</i>	1,6	3,7	3,6	0,3	5,5	7,5	- 6,2	16,2	42,1
OPEC	-2,1	0,2	0,4	2,2	5,4	5,7	- 4,7	111,1	134,5
Medio Oriente	0,3	-1,4	- 0,9	2,2	4,5	7,6	- 0,8	44,0	60,6
Venezuela	-2,8	0,4	- 1,1	-0,5	0,8	- 1,6	- 7,1	28,3	17,6
altri	0,4	1,2	2,4	0,5	0,1	- 0,3	3,2	38,8	56,3
PVS non OPEC	9,8	11,0	3,1	2,3	-2,3	-19,6	- 9,5	326,3	359,9
Messico	0,8	0,8	- 1,2	-0,5	-3,6	- 1,2	-15,4	72,1	55,0
<i>altri paesi dell'America Latina</i> ¹	4,5	0,9	2,7	-3,3	-1,3	-15,5	-11,1	137,0	126,8
Cina	1,4	4,9	0,7	4,9	7,1	- 0,5	7,5	3,0	30,9
Taiwan	-0,8	-0,6	4,0	8,3	-1,7	- 0,5	0,6	6,9	16,4
<i>altri paesi asiatici</i>	4,2	3,8	- 2,1	-5,4	-1,5	1,3	9,7	71,1	93,0
Africa	0,1	0,9	- 0,2	-0,6	-0,6	- 1,8	- 0,1	19,8	23,4
Medio Oriente	-0,4	0,3	- 0,8	-1,1	-0,7	- 1,4	- 0,8	16,4	14,3
Totale crediti	12,8	24,1	14,4	11,6	13,5	- 1,7	-17,0	575,3	718,6
<i>Per memoria:</i>									
<i>quattordici paesi fortemente indebitati</i> ²	2,3	0,7	2,0	-5,7	-8,1	-23,1	-37,2	264,8	217,4
Depositi affluiti alle banche dichiaranti da:									
Paesi industriali non dichiaranti	2,7	3,5	7,4	6,1	13,4	17,3	6,2	27,6	98,9
Europa orientale	4,3	2,8	0,2	-0,7	4,1	0,2	- 5,7	19,7	21,0
<i>di cui: Unione Sovietica</i>	1,7	0,9	0,8	-1,9	1,8	- 0,7	- 6,5	10,9	8,7
OPEC	4,1	6,6	-22,1	19,2	11,6	14,4	18,0	147,9	215,2
Medio Oriente	1,0	0,8	-13,5	17,5	12,0	9,5	12,4	118,9	171,1
Venezuela	2,0	3,1	- 5,6	-0,6	-0,3	0,5	4,4	17,1	20,8
altri	1,1	2,7	- 3,0	2,3	-0,1	4,4	1,2	11,9	23,3
PVS non OPEC	19,4	5,7	12,9	24,1	12,4	25,7	50,9	152,5	321,1
Messico	3,8	-0,3	0,7	6,5	-5,3	- 1,6	3,4	18,0	26,3
<i>altri paesi dell'America Latina</i> ¹	6,4	0,7	0,0	0,2	8,7	6,2	6,1	40,3	70,4
Cina	1,3	-5,3	- 0,9	5,3	5,2	1,6	16,1	16,0	40,1
Taiwan	5,4	6,7	14,4	6,5	-7,9	6,5	7,5	11,9	53,1
<i>altri paesi asiatici</i>	3,1	1,1	- 0,4	2,2	10,4	8,4	8,0	34,6	72,8
Africa	1,0	1,4	0,0	1,5	1,5	1,7	3,3	9,3	23,1
Medio Oriente	-1,6	1,4	- 0,9	1,9	-0,2	2,9	6,5	22,4	35,3
Totale depositi	30,5	18,6	- 1,6	48,7	41,5	57,6	69,4	347,8	656,3
<i>Per memoria:</i>									
<i>quattordici paesi fortemente indebitati</i> ²	13,5	2,6	- 4,6	7,1	2,4	7,3	11,4	74,5	118,4

¹ Comprende i paesi dell'area dei Caraibi non classificati come centri bancari *offshore*. ² I paesi contemplati dall'iniziativa Baker, eccetto la Jugoslavia.

stipulato in agosto con le banche creditrici, le attività delle banche dichiaranti verso questo paese si sono ridotte di \$ 7,1 miliardi, ossia di quasi il 30%, mentre i suoi depositi, che hanno beneficiato di cospicui introiti da esportazioni, sono saliti di ben \$ 4,4 miliardi, ossia del 27%. A fine anno il Venezuela segnava, per la prima volta dal marzo 1978, una posizione creditoria netta verso le banche, pari a \$ 3,2 miliardi. Dal lato dell'attivo delle banche, solo Indonesia e Iran sono stati importanti destinatari di nuovi fondi (rispettivamente per \$ 5,4 e 1,2 miliardi).

Riduzione
delle operazioni
bancarie
con l'Europa
orientale

L'anno scorso si è manifestato un brusco cambiamento nell'atteggiamento delle banche verso i paesi dell'Europa orientale. Dopo un'espansione del 43% durante il quinquennio precedente, nel 1990 il totale delle attività bancarie identificate verso questo gruppo di paesi è diminuito di \$ 9,9 miliardi, ossia dell'11%. Le sole posizioni creditorie verso l'Unione Sovietica si sono contratte di \$ 6,2 miliardi, nonostante un prestito di \$ 3 miliardi sotto l'egida ufficiale, accordato dalle banche tedesche nel terzo trimestre. Nel contempo, i depositi dell'URSS presso le banche dichiaranti sono scesi di un ammontare quasi equivalente. L'Ungheria ha rimborsato \$ 1,9 miliardi del debito bancario e ha accresciuto i suoi depositi di circa \$ 0,5 miliardi. La Romania, le cui passività bancarie risultavano praticamente azzerate a fine 1989, ha ridotto i suoi depositi di \$ 1,3 miliardi. Per contro, grazie a un consistente avanzo di parte corrente, i depositi della Polonia si sono accresciuti di ben \$ 3,5 miliardi (ossia dell'80%). Alla fine dell'anno la posizione debitoria netta di questo paese verso le banche dichiaranti era scesa a soli \$ 3,5 miliardi.

Vi è stata infine una certa ripresa del credito ai paesi industriali esterni all'area, e a due soli paesi, l'Australia e la Turchia, è attribuibile il 90% dell'incremento totale (\$ 3,2 miliardi ciascuno).

Il mercato dei prestiti consorziali

Calo delle nuove
facilitazioni
collegate a fusioni
e acquisizioni ...

Nel 1990 l'ammontare dei nuovi prestiti consorziali annunciati, pari a \$ 157 miliardi, è stato leggermente superiore a quello dell'anno precedente. Tuttavia, la tipologia delle facilitazioni creditizie e la distribuzione geografica dei mutuatari sono state nettamente differenti. A causa dei timori concernenti le operazioni di ristrutturazione societaria finanziate con indebitamento, vi è stata una contrazione del credito collegato a fusioni e acquisizioni, da \$ 57 miliardi nel 1989 a \$ 29 miliardi. In particolare è nettamente calato il ricorso al credito per tale fine da parte delle società USA. D'altro canto, il volume dei prestiti annunciati per mutuatari europei ha segnato un deciso incremento. Diverse facilitazioni di grande ammontare collegate a specifici progetti di investimento sono state concordate per soggetti britannici, e un cospicuo volume di crediti, spesso denominati in ecu, è stato annunciato per istituzioni finanziarie italiane, che hanno utilizzato i fondi raccolti soprattutto per crediti ipotecari interni. Anche mutuatari dei paesi scandinavi e del Canada hanno fatto uso crescente di questo mercato.

... e aumento
dei margini
per i prenditori
di prim'ordine

In media, gli *spreads* sui nuovi prestiti consorziali annunciati sono stati leggermente più bassi di quelli del 1989, rimanendo però ben al disopra dei livelli segnati nel 1987-88. Nondimeno, mentre nel 1989 l'incremento dei margini medi era dovuto al minore merito di credito di molti mutuatari, lo scorso anno i margini più ampi hanno rispecchiato le più realistiche condizioni di prezzo per

i prestiti a mutuatari di prim'ordine. Un altro andamento saliente è rappresentato dalla tendenza verso sindacati d'emissione più piccoli, che ha segnato un certo qual ritorno a rapporti fiduciari più stretti fra banche e imprese.

I mercati mobiliari internazionali

Il mercato delle euronotes

Di riflesso all'inasprimento delle condizioni di offerta del credito bancario e al deterioramento nel merito di credito di alcune banche, nel 1990 i mercati delle euronotes a breve e medio termine hanno segnato una netta ripresa. Il volume delle nuove facilitazioni annunciate, pari a \$72,8 miliardi, è stato solo di poco superiore a quello dell'anno precedente, ma i mutuatari hanno fatto un uso assai più intenso delle linee esistenti, e il totale delle euronotes in essere è salito di \$32 miliardi, quasi quintuplicandosi rispetto al 1989. In particolare, è stata registrata una crescita molto forte nel settore delle euronotes a medio termine (EMTN), in quanto il volume del credito in essere è salito di pressoché il 130%, passando a \$22 miliardi. Il mercato dell'eurocommercial paper (ECP), che nel 1989 aveva subito una netta flessione a seguito dell'insolvenza di due importanti mutuatari e del deterioramento dell'affidabilità creditizia di diversi altri, ha beneficiato del calo dei tassi d'interesse a breve, dell'accentuarsi dell'inclinazione delle curve dei rendimenti e del desiderio degli investitori di limitare le loro esposizioni creditizie a più lungo termine.

Si è avuto un considerevole spostamento nella composizione valutaria delle euronotes in essere, e la quota dei titoli denominati in dollari è scesa da quasi l'85% a fine 1989 a poco più del 75%. In particolare, hanno segnato una forte crescita le emissioni denominate in ecu, lire, yen e sterline. Per quanto riguarda

Forte ripresa
del mercato
delle euronotes...

... e modifica
della composi-
zione valutaria

Aspetti salienti del mercato delle euronotes								
	Anni			1990				Consi- stenze a fine 1990
	1988	1989	1990	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
in miliardi di dollari USA								
Nuove facilitazioni annunciate								
Eurocommercial paper	55,6	49,3	44,4	10,5	12,4	9,2	12,3	
Altri strumenti a breve								
Euronotes	10,6	10,3	3,0	0,3	0,6	1,4	0,7	
Notes a medio termine*	17,0	12,9	25,4	10,7	4,0	2,1	8,6	
Totale	83,2	72,5	72,8	21,6	17,0	12,6	21,6	
Nuove emissioni nette								
Eurocommercial paper	19,9	5,3	11,8	6,9	3,7	7,6	-6,4	70,3
Altri strumenti a breve								
Euronotes	-3,4	-2,4	8,0	0,9	0,3	3,0	3,8	19,1
Notes a medio termine	3,0	4,0	12,3	1,6	3,5	3,6	3,5	21,9
Totale	19,5	6,9	32,0	9,4	7,5	14,2	0,9	111,2

* Inclusi i programmi ECP con opzione per l'emissione di titoli a medio termine.
 Fonti: Banca d'Inghilterra ed Euroclear.

la nazionalità degli emittenti, i principali mutuatari sono stati i residenti di Regno Unito (\$ 8,7 miliardi), Benelux (\$ 6,8 miliardi), Australia (\$ 4,1 miliardi) e Svezia (\$ 2,7 miliardi). Le società statunitensi, che sono state fra i principali prenditori di fondi negli ultimi anni, hanno leggermente ridotto il loro ricorso al finanziamento in *euronotes*.

Cambiamenti
nelle strutture
e tecniche
del mercato

L'intermediazione sul mercato dell'ECP ha continuato ad attraversare una fase di consolidamento. L'attività di *market making* ha continuato ad essere caratterizzata da una intensa concorrenza, e il perdurare della bassa redditività ha causato ulteriori ritiri dal mercato da parte di importanti operatori. Una decisione significativa, intesa a ripristinare la redditività, è stato il passaggio a provvigioni variabili secondo una scala basata sulla dimensione delle transazioni e sul merito di credito dei mutuatari. Questa evoluzione si è accompagnata a un aumento delle commissioni per l'apprestamento dei programmi. La crescente concentrazione degli intermediari e le migliori condizioni di prezzo hanno contribuito a rendere questo mercato sempre più simile a quello interno statunitense della *commercial paper* (CP), dove la parte preponderante delle transazioni si concentra in pochi operatori primari e dove le commissioni fisse sono di uso comune.

Analogamente a quanto avvenuto lo scorso anno in altri settori dei mercati internazionali dei capitali, gli andamenti sono stati fortemente influenzati da considerazioni di rischio creditizio. Nei primi mesi del 1990, al dissesto della Drexel Burnham Lambert è seguito un temporaneo ampliamento del differenziale d'interesse fra la *commercial paper* sul mercato dell'eurodollaro e quella sul mercato interno USA. Tuttavia, il mercato ha mostrato una notevole resilienza, e il suo recupero è stato più rapido di quello segnato dal mercato interno USA negli anni settanta dopo il fallimento di Penn Central. Un importante fattore propulsivo è stato il crescente ricorso al *rating* creditizio; nel 1990 la quota dei nuovi programmi di emissione con tale valutazione è salita al 90%.

Ulteriore rapida
espansione
del mercato
delle EMTN

Come si è già notato, nel 1990 il mercato delle EMTN ha segnato una forte crescita. L'attività d'emissione è stata ampliata a molte nuove valute, e alla fine dell'anno un terzo delle *notes* a medio termine in essere era denominato in valute diverse dal dollaro, una quota ben superiore a quella registrata in altri settori del mercato delle *euronotes*. Fra gli altri fattori che hanno favorito l'espansione del mercato delle EMTN si annoverano l'approntamento di programmi "globali" e un certo spostamento delle preferenze dei mutuatari a scapito del mercato obbligazionario internazionale. Le EMTN soddisfano inoltre l'esigenza di un crescente mercato privato di collocamento in titoli altamente strutturati adeguati alle specifiche esigenze di emittenti e investitori. Di conseguenza, molte emissioni di EMTN sono state collegate a una varietà di indici o recano speciali clausole di opzione.

Forte crescita
dei mercati
nazionali
della *commercial
paper*

L'espansione del mercato delle *euronotes* si è accompagnata a un'ulteriore forte crescita dei mercati interni della CP. Nel 1990, il volume in essere degli strumenti di questo tipo sui mercati interni si è espanso di oltre il 15%, passando a \$ 900 miliardi. L'internazionalizzazione dei mercati interni ha tenuto il passo con questa espansione. Le emissioni di CP negli Stati Uniti da parte di mutuatari esteri, che in termini di volume in essere hanno sopravanzato quelle di ECP, hanno rappresentato il 35% dei nuovi collocamenti netti. In Francia, i soggetti

non bancari esteri sono stati autorizzati a raccogliere fondi sul mercato interno della CP dagli inizi del 1991. Provvedimenti di liberalizzazione delle procedure interne di emissione sono stati altresì annunciati in Germania, Regno Unito, Giappone e Finlandia.

Il mercato obbligazionario internazionale

Dopo due anni di forte crescita, il volume delle nuove emissioni annunciate sul mercato obbligazionario internazionale è sceso lo scorso anno a \$ 242 miliardi, con un calo di \$ 20 miliardi rispetto al 1989. Il principale fattore alla base di questa contrazione è l'andamento assai contenuto dell'attività nel settore collegato ad azioni, che ha fortemente risentito del brusco calo dei corsi azionari giapponesi. L'emissione di obbligazioni ordinarie a tasso fisso è aumentata, nonostante gli interessi a lungo termine relativamente elevati rispetto ai livelli degli ultimi anni nella maggior parte dei comparti diversi dal dollaro e la dimensione più contenuta delle operazioni collegate a *swap*. L'incertezza circa l'andamento futuro dei tassi d'interesse ha probabilmente contribuito al favore incontrato dalle obbligazioni a tasso variabile (FRN), l'emissione delle quali è stata solo leggermente inferiore al volume record segnato nel 1985, prima della crisi nel settore delle FRN "perpetue". Per quanto riguarda la composizione valutaria delle nuove emissioni, lo scorso anno si è contraddistinto per un calo di quasi un terzo nel volume delle offerte denominate in dollari. L'attività per la maggior parte delle monete europee è stata piuttosto sostenuta.

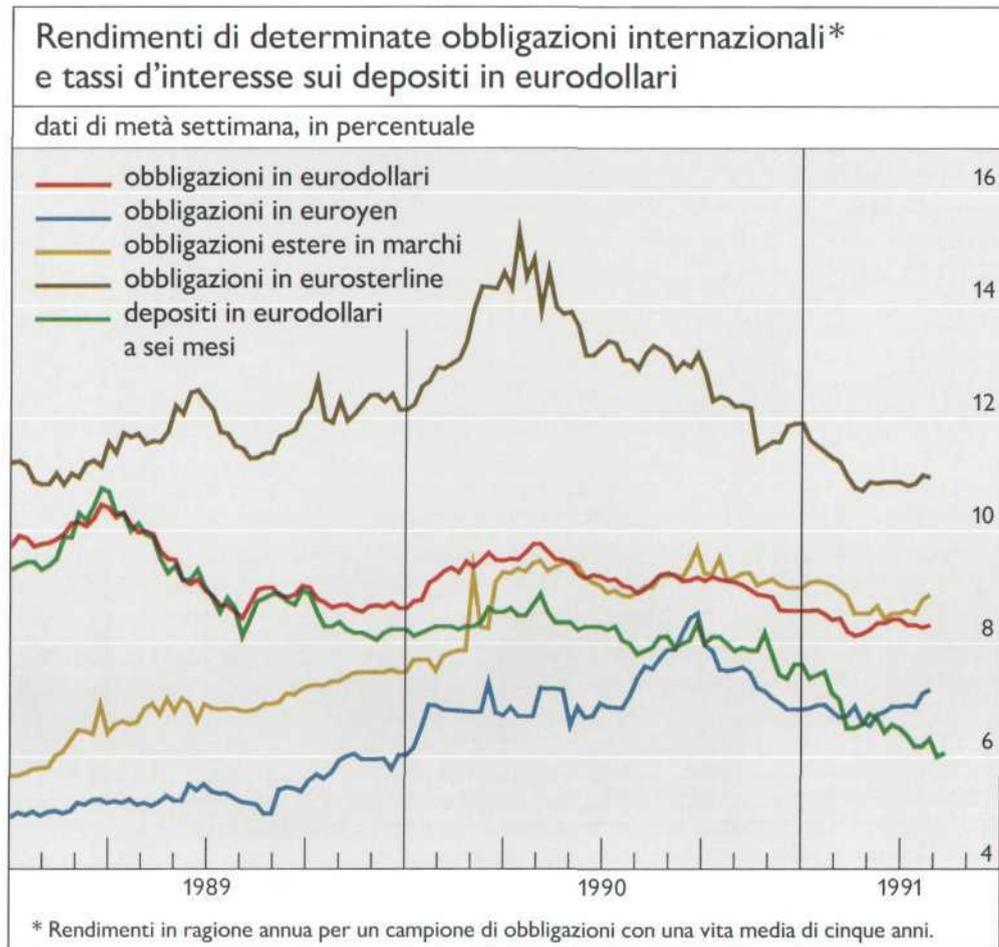
Il volume dei rimborsi a scadenza ha continuato ad aumentare, di riflesso all'allungamento della durata media delle obbligazioni in essere sui mercati internazionali. Dati gli elevati tassi d'interesse, tuttavia, la maggior parte dei mutuatari non ha avuto convenienza a esercitare le opzioni di riscatto, e il volume dei rimborsi anticipati è diminuito. Al netto dei rimborsi, il volume in essere dei

Brusco calo delle emissioni collegate ad azioni ma attività sostenuta in altri settori

Volume crescente di rimborsi

Aspetti salienti dell'attività sul mercato obbligazionario internazionale								
	Anni			1990				Consistenze a fine 1990
	1988	1989	1990	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
in miliardi di dollari USA								
Totale nuove emissioni lorde annunciate ¹	226,3	261,8	241,7	63,3	55,7	62,4	60,3	
obbligazioni ordinarie a tasso fisso	160,8	149,5	166,5	42,3	42,5	35,3	46,4	
obbligazioni a tasso variabile (FRN)	23,5	27,1	42,1	9,7	10,9	14,2	7,3	
obbligazioni collegate ad azioni ²	42,0	85,2	33,2	11,3	2,4	13,0	6,5	
Totale nuove emissioni lorde perfezionate	220,7	263,6	239,4	57,3	50,0	63,4	68,7	
meno: rimborsi a scadenza	42,7	57,4	87,3	17,4	23,1	21,4	25,3	
meno: rimborsi anticipati	39,9	32,0	21,1	5,3	6,0	4,3	5,4	
= Totale nuove emissioni nette	138,1	174,3	131,0	34,5	20,8	37,6	38,1	1.472,5
obbligazioni ordinarie a tasso fisso	99,0	89,0	80,7	20,1	17,7	18,3	24,6	1.008,1
obbligazioni a tasso variabile (FRN)	5,1	10,5	27,1	7,1	2,7	11,0	6,4	205,7
obbligazioni collegate ad azioni ²	34,1	74,8	23,2	7,2	0,4	8,4	7,1	258,7

¹ Le obbligazioni in monete diverse dal dollaro sono convertite in dollari a tassi di cambio correnti alla data di annuncio. ² Obbligazioni convertibili e obbligazioni con opzione contrattuale (*warrant*).
 Fonti: Banca d'Inghilterra, AIBD e BRI.



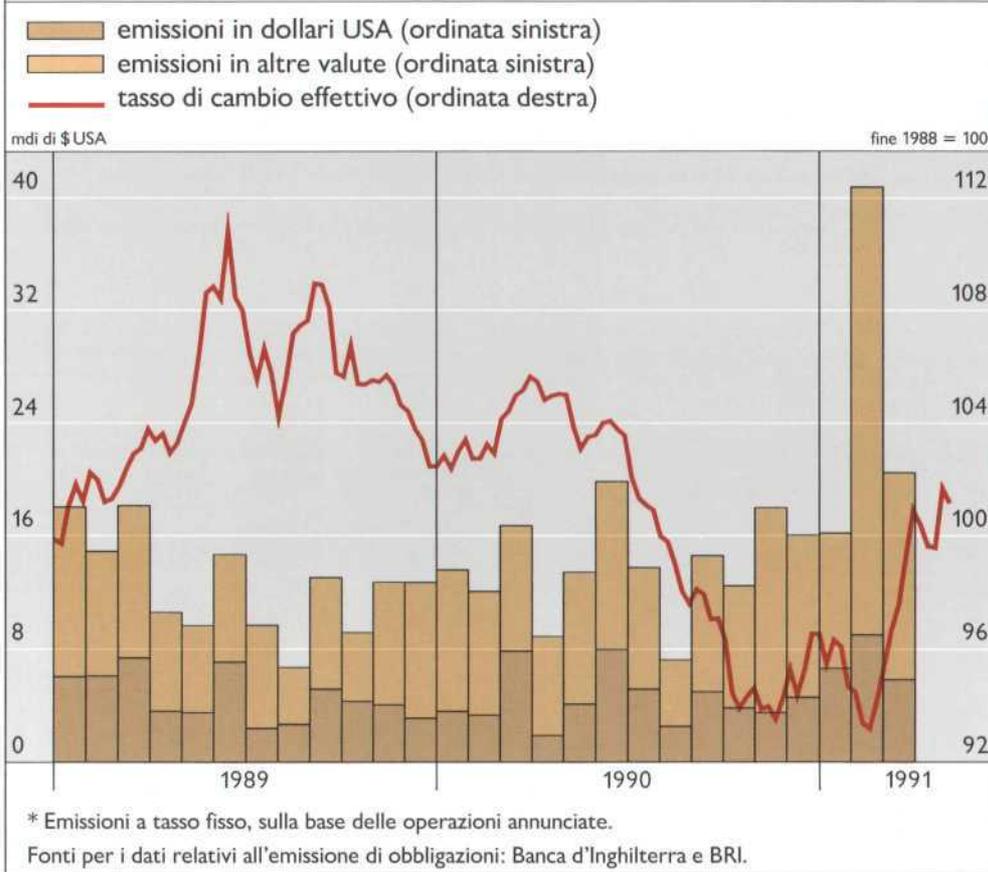
fondi raccolti sul mercato internazionale si è accresciuto di \$ 131 miliardi, ossia di circa il 10%. Il volume delle contrattazioni sul mercato secondario è rimasto quasi invariato nel comparto del dollaro, ma è fortemente aumentato in altri settori valutari.

Le obbligazioni garantite da attività guadagnano favore

Le obbligazioni garantite da attività hanno incontrato un favore crescente sul mercato internazionale, benché finora il loro utilizzo sia stato per lo più limitato agli emittenti statunitensi e britannici. In un contesto di accresciuta preoccupazione degli investitori circa la qualità degli attivi, queste emissioni rappresentano per le istituzioni finanziarie un modo interessante per rimuovere parte degli impieghi dai loro bilanci, consentendo così una riduzione dei requisiti patrimoniali. Queste obbligazioni sono tradizionalmente garantite da un *pool* di prestiti non negoziabili, quali mutui ipotecari e saldi in essere a fronte di carte di credito o di acquisti rateali di auto. Questi *pools* sono strutturati in modo da fornire all'investitore finale un considerevole margine di assicurazione contro l'inadempienza, e quindi le obbligazioni hanno ottenuto un *rating* elevato. Tecnicamente, l'emissione di obbligazioni garantite da attività è una procedura molto più complessa di una tipica operazione di prestito sul mercato obbligazionario internazionale, e in determinati paesi, come il Giappone fino ad epoca recente, ostacoli giuridici hanno impedito l'adozione di questo strumento.

Nel 1990, negli Stati Uniti la Securities and Exchange Commission ha approvato due emendamenti normativi che potrebbero avere un effetto duraturo sui futuri andamenti dei mercati internazionali dei titoli. La nuova

Attività di emissione sul mercato obbligazionario* e tasso di cambio effettivo del dollaro USA



"Regulation S" ha esplicitato le condizioni in base alle quali le vendite od offerte di un titolo al di fuori degli Stati Uniti non rientrano nell'obbligo di registrazione presso la SEC. La "Rule 144a" esenta gli "acquirenti istituzionali qualificati" dall'obbligo di detenere per almeno due anni titoli collocati privatamente. Benché il mercato degli strumenti emessi in base a questa normativa non sia ancora pienamente sviluppato, si ritiene che le emissioni a collocamento privato si espanderanno fortemente. Entrambi i provvedimenti dovrebbero facilitare il classamento di euroemissioni negli Stati Uniti. Inoltre, se saranno istituiti più stretti collegamenti fra i sistemi di compensazione di Stati Uniti ed Europa, per esempio se l'Euroclear sarà autorizzata a compensare e regolare i collocamenti privati emessi negli Stati Uniti da mutuatari esteri in base alla "Rule 144a", ciò dovrebbe ridurre le differenze fra i corsi dei titoli trattati in diversi paesi.

La procedura di ricollocamento a prezzo fisso ha guadagnato d'importanza nel corso dell'anno. In base a questa formula, introdotta per la prima volta nel 1989, le istituzioni sottoscrittenti sono obbligate a negoziare i titoli a prezzo fisso anziché vendere l'emissione agli investitori a prezzi differenti. Ciò ha tendenzialmente favorito gli intermediari con ampie capacità di collocamento e potrebbe tradursi in una concentrazione dell'attività di sottoscrizione in un ristretto gruppo di istituzioni.

Obbligazioni ordinarie a tasso fisso. La nuova attività di emissione nel settore delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso è passata da \$ 150 miliardi nel 1989

Implicazioni
delle modifiche
normative
negli USA

Accelerazione delle nuove emissioni di obbligazioni ordinarie a tasso fisso

a \$ 167 miliardi lo scorso anno. Essa è stata particolarmente sostenuta nell'ultimo trimestre, allorché i tassi d'interesse a lungo termine stavano calando in tutti i principali comparti valutari. Hanno registrato cospicui incrementi le nuove emissioni sia di istituzioni internazionali sia di soggetti non finanziari del settore privato. Per contro, le nuove emissioni delle banche sono diminuite, di riflesso a uno spostamento delle preferenze di questo gruppo di mutuatari a favore delle FRN. Sia il comparto del dollaro che quello dell'ecu sono stati caratterizzati da alcune emissioni di grande ammontare, come la "global bond" per \$ 2 miliardi offerta dalla Banca Mondiale nel terzo trimestre.

Le nuove emissioni di obbligazioni ordinarie a tasso fisso al netto dei rimborsi hanno totalizzato lo scorso anno \$ 81 miliardi, di cui soltanto \$ 16 miliardi nel comparto del dollaro. Si sono avute consistenti nuove emissioni nette di titoli in yen, ecu e sterline, per un ammontare di \$ 25, 10 e 8 miliardi rispettivamente. Inoltre, taluni comparti minori, segnatamente quelli del franco francese e della lira, si sono espansi rapidamente nel corso dell'anno: questo sviluppo è principalmente dovuto alla rimozione delle restrizioni valutarie.

Contrazione del mercato delle obbligazioni collegate ad azioni

Obbligazioni collegate ad azioni. Lo scorso anno, l'attività nel settore delle obbligazioni internazionali collegate ad azioni, in cui predominano i mutuatari giapponesi, è stata assai sotto tono, e il volume delle nuove emissioni si è contratto da \$ 85 miliardi nel 1989 a \$ 33 miliardi. L'attività d'emissione nel primo trimestre è stata debole, in quanto depressa dalla combinazione dei forti cali nei

Mercato obbligazionario internazionale: struttura per tipo di emissione e per valuta di denominazione

	Nuove emissioni lorde annunciate				Nuove emissioni nette				Consistenze a fine 1990
	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990	
	in miliardi di dollari USA								
Obbligazioni ordinarie a tasso fisso	120,4	160,8	149,5	166,5	68,0	99,0	89,0	80,7	1.008,1
dollaro USA	29,4	47,3	54,6	52,9	10,2	26,7	26,1	16,1	322,7
yen	21,7	18,9	23,1	30,0	18,3	11,8	15,3	24,7	159,4
franco svizzero	16,7	18,2	5,7	15,5	2,0	0,9	-3,9	3,5	119,8
marco	12,9	21,2	9,4	7,3	1,5	14,0	6,2	1,3	110,7
ecu	7,2	10,7	11,7	15,1	7,2	9,4	7,4	9,6	68,7
sterlina	9,2	11,7	11,3	9,5	8,2	10,4	10,2	7,6	62,8
altre valute	23,3	32,8	33,7	36,2	20,7	25,8	27,7	17,8	164,0
Obbligazioni a tasso variabile (FRN)	12,1	23,5	27,1	42,1	1,0	5,1	10,5	27,1	205,7
dollaro USA	3,9	7,0	10,2	15,0	-6,7	-9,2	-0,5	7,3	115,6
sterlina	2,2	10,5	8,9	10,5	2,2	9,0	7,0	6,4	42,7
altre valute	6,0	5,9	8,0	16,6	5,4	5,3	4,0	13,4	47,4
Obbligazioni collegate ad azioni	43,4	42,0	85,2	33,2	38,0	34,1	74,8	23,2	258,7
dollaro USA	29,2	29,0	65,1	19,6	25,8	26,2	60,4	16,0	169,2
franco svizzero	7,1	8,3	13,6	8,2	5,4	4,3	8,8	4,0	54,3
altre valute	7,0	4,7	6,5	5,4	6,8	3,6	5,5	3,1	35,2

Fonti: Banca d'Inghilterra, AIBD e BRI.

corsi azionari giapponesi e dell'introduzione di requisiti di pubblicità più stringenti per le nuove emissioni. A fine marzo, le principali società giapponesi di intermediazione mobiliare hanno concordato una sospensione delle nuove emissioni – applicata sia alle obbligazioni convertibili che a quelle con *warrant* – la quale è rimasta in vigore fino agli inizi di luglio. Allo scoppio della crisi del Golfo ha fatto seguito un ulteriore cedimento dei corsi azionari e, benché la moratoria non sia stata prorogata, l'attività di emissione è rimasta modesta per il resto dell'anno.

Obbligazioni a tasso variabile (FRN). Lo scorso anno si è avuto un forte incremento nelle emissioni di FRN, salite da \$ 27 miliardi nel 1989 a \$ 42 miliardi. Fino a epoca recente, il comparto delle FRN si limitava principalmente ai titoli denominati in dollari e sterline, mentre ora sono ampiamente usate anche altre valute di denominazione. In particolare, le incertezze circa i tassi d'interesse e di cambio hanno determinato l'offerta di un cospicuo volume di FRN denominate in marchi (\$ 8,2 miliardi). La maggior parte dell'emissione di FRN in dollari si è avuta nel terzo trimestre, ed è stata effettuata da banche giapponesi a seguito della decisione del Ministero delle Finanze di consentire l'inclusione del debito subordinato nel patrimonio di classe 2.

Ulteriore ripresa del mercato delle FRN

Mercato obbligazionario internazionale: struttura in base alla nazionalità degli emittenti									
Emittenti		Nuove emissioni				Consistenze			
		1987	1988	1989	1990	1985	1988	1989	1990
in miliardi di dollari USA									
Giappone	A	42,4	50,8	96,7	57,9				
	B	36,5	40,3	83,8	38,5	64,1	183,6	265,3	317,7
Stati Uniti	A	22,5	17,2	16,9	21,9				
	B	11,4	6,1	-0,3	1,5	102,7	165,5	162,5	170,3
Regno Unito	A	11,1	26,4	24,8	23,2				
	B	9,4	20,1	21,6	16,8	29,8	82,8	98,4	127,8
Canada	A	9,0	12,9	13,3	13,0				
	B	2,1	5,8	4,1	4,2	68,6	97,1	100,6	107,9
Francia	A	8,4	16,4	13,4	18,1				
	B	3,2	10,0	9,2	10,8	39,0	65,3	74,0	90,8
Altri paesi industriali ¹	A	60,4	77,1	69,1	68,3				
	B	36,6	48,1	42,0	34,4	149,9	328,6	365,5	429,7
PVS ²	A	2,0	3,8	2,5	7,0				
	B	-1,1	-1,0	-0,9	2,7	27,9	31,7	29,4	33,3
Paesi dell'Europa orientale	A	0,6	1,2	1,9	1,7				
	B	0,5	1,2	1,8	1,6	0,7	3,2	5,1	7,3
Istituzioni internazionali	A	19,5	20,5	23,1	30,6				
	B	8,4	7,6	12,9	20,5	89,9	140,4	151,5	187,7
Totale	A	175,9	226,3	261,8	241,7				
	B	107,0	138,1	174,3	131,0	572,5	1.098,2	1.252,3	1.472,5

Nota: A = nuove emissioni lorde annunciate; B = nuove emissioni perfezionate, al netto dei rimborsi.
¹ Altri paesi dichiaranti alla BRI, più i paesi industriali non dichiaranti. ² PVS OPEC e non OPEC.
 Fonti: Banca d'Inghilterra, AIBD e BRI.

Netta riduzione dei fondi raccolti dai soggetti giapponesi

Distribuzione dei mutuatari per nazionalità e per settore. Nonostante il forte calo delle emissioni collegate ad azioni, nel 1990 i mutuatari giapponesi hanno continuato a rappresentare il piú importante gruppo nazionale sui mercati obbligazionari internazionali, benché il volume netto dei fondi da essi raccolti sia sceso a \$ 39 miliardi, cioè a meno della metà rispetto al 1989. Il ricorso netto ai mercati obbligazionari internazionali da parte dei residenti USA è rimasto assai contenuto, mentre vi è stata una pronunciata espansione dell'attività dei mutuatari europei. Gli emittenti britannici, che hanno raccolto nuovi fondi netti per \$ 17 miliardi, rappresentano tuttora il principale gruppo nazionale europeo; tuttavia, i residenti francesi e italiani, che hanno mutuato rispettivamente \$ 11 e 9 miliardi, stanno rapidamente crescendo d'importanza. Anche le istituzioni internazionali hanno intensificato lo scorso anno il ricorso ai mercati obbligazionari internazionali, raccogliendo \$ 21 miliardi su base netta.

Forte ripresa dell'attività nel primo trimestre 1991

Nel primo trimestre 1991 il volume delle nuove emissioni è salito a \$ 91 miliardi, importo che segna un nuovo massimo. L'attività è stata influenzata da una serie di andamenti contrastanti. In un primo tempo, l'incertezza legata alla guerra del Golfo ha temporaneamente differito molte nuove emissioni. Tuttavia, le aspettative di tassi d'interesse calanti, rafforzate dal contesto recessivo, hanno reso le obbligazioni piú attraenti sotto un profilo congiunturale. Una volta svanita la minaccia di un allargamento del conflitto, il mercato ha fatto segnare un'ondata di nuove emissioni. Un aspetto di rilievo è stato il ritmo assai sostenuto dell'attività nel settore dell'ecu, che ha tratto impulso da varie nuove emissioni di grande ammontare da parte dei governi belga, italiano e britannico (si veda a pagina 155).

I mercati degli strumenti finanziari derivati

Financial futures e contratti a premio negoziabili

Il numero di contratti in *futures* e opzioni di tasso d'interesse e di valuta oggetto di negoziazione presso apposite sezioni di borsa è aumentato da 290 milioni nel 1989 a 320 milioni. Hanno registrato l'espansione maggiore le opzioni di tasso d'interesse e le opzioni su *futures* di tasso d'interesse, le cui transazioni sono aumentate del 30%, mentre le posizioni in essere si sono accresciute di oltre il 50%.

Pronunciata espansione dei mercati dei *financial futures* e delle opzioni in Europa, di riflesso...

L'espansione dei mercati dei *futures* e delle opzioni negoziabili si è accompagnata a un ulteriore spostamento nell'ubicazione geografica delle contrattazioni. La quota dei mercati statunitensi si è ulteriormente ridotta, dal 69% del 1989 al 65%. L'incertezza a riguardo delle condizioni alle quali sarebbe stata realizzata l'unione monetaria in Germania e dei costi finali dell'unificazione ha intensificato le transazioni nei contratti sull'obbligazione di Stato tedesca ("Bund") e sull'euro-marco a tre mesi, trattati nel London International Financial Futures Exchange (LIFFE). Nonostante l'ulteriore riscatto di titoli del Tesoro britannico da parte del governo, vi è stata una ripresa del volume delle transazioni in contratti su valori a lunga scadenza, dopo due anni consecutivi di calo. I principali fattori che paiono aver contribuito a questo recupero sono stati l'aspettativa che l'ingresso della sterlina nel meccanismo di cambio dello SME avrebbe comportato una riduzione dei tassi d'interesse in Gran Bretagna, nonché le previsioni di una ripresa delle emissioni del Tesoro britannico. Il contratto sui tassi a breve della sterlina ha parimenti registrato una forte espansione. I tassi d'interesse crescenti

Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse internazionali						
	Volume annuale delle contrattazioni					Ammontare delle posizioni in essere a fine 1990
	1986	1987	1988	1989	1990	
	in milioni di contratti					in miliardi di dollari USA
<i>Futures</i> su tassi d'interesse a breve	16,4	29,3	33,7	70,2	75,7	1.226,5
di cui: <i>eurodollaro a tre mesi</i> ¹	12,4	23,7	25,2	46,8	39,4	662,6
<i>Futures</i> su tassi d'interesse a lunga	74,6	116,3	122,6	130,6	142,6	183,7
di cui: <i>US Treasury bond</i> ²	54,6	69,4	73,8	72,6	78,1	23,0
<i>obbligazioni decennali di Stato giapponesi</i> ³	9,4	18,4	18,8	19,1	16,4	112,7
<i>Futures</i> valutari	19,9	21,2	22,5	28,2	29,7	14,4
Opzioni di tasso d'interesse e opzioni su <i>futures</i> di tasso d'interesse	22,2	29,3	30,5	39,5	51,3	569,4
Opzioni valutarie e opzioni su <i>futures</i> valutari	13,0	18,3	18,2	20,7	18,9	53,1
Totale	146,1	214,4	227,6	289,2	318,2	2.047,1
di cui: <i>negli Stati Uniti</i>	123,0	161,8	165,7	198,8	206,4	1.166,2
<i>in Europa</i>	9,8	27,2	32,6	49,0	60,8	309,0
<i>in Giappone</i>	9,4	18,3	18,8	23,6	32,7	374,0

¹ Negoziato presso le seguenti borse: Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), Singapore Mercantile Exchange (SIMEX), London International Financial Futures Exchange (LIFFE), Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) e Sydney Futures Exchange (SFE). ² Negoziato presso il Chicago Board of Trade (CBOT), il LIFFE, il Mid-America Commodity Exchange (MIDAM), il New York Futures Exchange (NYFE) e il Tokyo Stock Exchange (TSE). ³ Negoziato presso il TSE, il LIFFE e il CBOT.

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

e la loro maggiore variabilità hanno svolto un ruolo importante nell'aumento, rispettivamente del 220 e 120%, del volume delle contrattazioni e nell'ammontare delle posizioni in essere del contratto sull'euroyen a tre mesi trattato al Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE). Questa espansione ha anche contribuito ad ampliare il volume di transazioni nel contratto analogo negoziato al Singapore Mercantile Exchange (SIMEX). Per contro, il leggero calo delle operazioni aventi per oggetto il contratto sull'eurodollaro a tre mesi, trattato al Chicago Mercantile Exchange (CME), può aver rispecchiato le aspettative di un indebolimento dell'economia negli Stati Uniti e di una flessione dei tassi d'interesse.

Altri fattori che spiegano la crescente diffusione dei *futures* e di altri strumenti derivati in Europa sono stati l'apertura di nuovi mercati, la deregolamentazione e l'innovazione dei contratti. Verso la fine del 1990 la Deutsche Terminbörse di recente apertura ha iniziato a negoziare due *financial futures*, l'uno legato a un indice di trenta azioni tedesche di prim'ordine, l'altro basato su un'obbligazione virtuale dello stato tedesco. Tuttavia, quest'ultimo non ha finora "spiazzato" in termini di volume di contrattazione lo strumento analogo negoziato presso il LIFFE. Nel Regno Unito si prevede che la chiarificazione, nel bilancio previsionale 1991, del trattamento riservato ai fondi comuni d'investimento basati su contratti *futures* darà ulteriore impulso alle contrattazioni. Infine gli operatori non statunitensi sono diventati più consapevoli delle possibilità offerte dagli strumenti in parola per gestire i rischi d'interesse e di cambio.

... agli andamenti dei tassi d'interesse ...

... e alla deregolamentazione e innovazione

Concorrenza tra le sedi di contrattazione...

... e sviluppo dei sistemi di negoziazione telematica

E' continuata la concorrenza tra i mercati, in particolare tra Londra e Parigi, nonché tra gli Stati Uniti e le borse di altri paesi. Nel Regno Unito è stata proposta la fusione tra il LIFFE e il London Traded Options Market (LTOM). Per guadagnare posizioni sul mercato sono stati lanciati alcuni nuovi contratti e, nel caso di quelli su obbligazioni in ecu negoziati a Londra e a Parigi, agli inizi del 1991 le autorità britanniche e francesi hanno emesso titoli consegnabili al fine di dare maggiore spessore ai rispettivi mercati.

Uno sviluppo di rilievo nel 1990 è stato l'accordo concluso tra le due principali sedi di contrattazione dei *futures*, il CME e il Chicago Board of Trade (CBOT), inteso a sviluppare congiuntamente un sistema telematico di immissione di ordini e di pareggiamento delle posizioni, denominato GLOBEX. Le borse hanno in programma di attivare il sistema dopo l'orario di chiusura delle negoziazioni. Questo progetto è considerato da più parti come un tentativo di attirare nuovamente l'attività di contrattazione verso i mercati statunitensi. Pare comunque che in futuro tutte le transazioni saranno incanalate attraverso un sistema telematico, con profonde ripercussioni su questo settore dei mercati finanziari. In particolare, con il passare del tempo le contrattazioni potrebbero uscire dall'ambito dei recinti di borsa. Oltre ad essere meno costoso in termini di attrezzature, il sistema di negoziazione telematico assicurerebbe maggiore trasparenza, un aspetto questo messo recentemente in evidenza dalla scoperta di irregolarità in alcune sedi di contrattazione.

Gli swaps di tasso d'interesse e di valuta

Il mercato degli *swaps* di tasso d'interesse e di valuta e dei connessi strumenti derivati negoziati fuori borsa ha conosciuto una forte espansione nel 1989 e nella prima metà del 1990, ultimo periodo per il quale sono disponibili dati, anche se

Caratteristiche principali del mercato degli <i>swaps</i> di tasso d'interesse						
	Dollaro USA	Yen	Sterlina	Marco	Altre valute	Totale
	in miliardi di dollari USA					
Valore nominale di capitale ¹ degli <i>swaps</i> di tasso d'interesse in essere a fine 1989	993,7	128,0	100,4	84,6	195,9	1.502,6
<i>suddivisi in base alla controparte:</i>						
<i>con utilizzatori finali</i>	622,6	66,9	60,4	52,0	153,6	955,5
<i>interbancari (membri ISDA)²</i>	371,1	61,1	40,0	32,6	42,3	547,1
Valore nominale di capitale ¹ dei nuovi <i>swaps</i> di tasso d'interesse concordati nel primo semestre 1990	294,6	67,5	59,6	48,4	91,4	561,5
<i>suddivisi in base alla controparte:</i>						
<i>con utilizzatori finali</i>	179,9	33,8	33,8	29,7	61,1	338,3
<i>interbancari (membri ISDA)²</i>	114,7	33,7	25,8	18,7	30,3	223,2

¹ Ammontare ipotetico sottostante su cui sono basati i flussi di pagamento. ² Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate da membri ISDA.
Fonte: International Swap Dealers Association (ISDA), Inc.

a un ritmo leggermente piú lento che negli anni precedenti. A fine 1989 il valore nominale di capitale degli *swaps* di tasso d'interesse ammontava a \$ 1500 miliardi, con un aumento del 50% sulla fine dell'anno precedente, e ulteriori \$ 560 miliardi di tali contratti sono stati concordati nella prima metà del 1990. E' ulteriormente aumentata l'importanza degli *swaps* di tasso d'interesse denominati in monete diverse dal dollaro; essi hanno concorso al 48% dei nuovi contratti nel primo semestre del 1990, a fronte del 24% soltanto nel corrispondente semestre del 1987, il primo periodo per il quale sono stati raccolti dati per questo mercato. In cifre assolute, hanno registrato un'espansione particolarmente vigorosa gli *swaps* di tasso d'interesse denominati in marchi tedeschi, yen, sterline e franchi svizzeri. La crescente accettazione di questo strumento da parte di piú ampi gruppi di utilizzatori finali al di fuori degli Stati Uniti, i tassi d'interesse in aumento su queste valute e la loro maggiore variabilità sono i principali fattori alla base di questo andamento. Nel settore del dollaro, i timori di una recessione dell'economia statunitense e le maggiori aspettative di tassi d'interesse decrescenti hanno scoraggiato alcuni operatori dal costituirsi controparte a tasso fisso.

Espansione degli *swaps* di tasso d'interesse in monete diverse dal dollaro

Il mercato degli *swaps* di valute ha mostrato un andamento un po' meno sostenuto di quello dei contratti di tasso d'interesse. A fine 1989 il valore nominale di capitale degli *swaps* valutari in essere ammontava a \$ 450 miliardi, con un incremento del 40% rispetto alla fine dell'anno precedente. Tuttavia, il volume dei nuovi contratti approntati nel primo semestre 1990, per \$ 95 miliardi, ha soltanto uguagliato all'incirca quello registrato nel secondo semestre del 1989, con una quota leggermente aumentata dei nuovi contratti denominati in valute diverse dal dollaro. I mercati degli altri strumenti derivati collegati agli *swaps* di tasso d'interesse, e in particolare le formule *cap* (con limite superiore di tasso), *floor* (con limite inferiore di tasso) e *swaption* (opzioni su *swaps*), avevano registrato una forte espansione nell'ultima parte degli anni ottanta, e a fine 1989 il loro valore nominale ammontava complessivamente a \$ 450 miliardi. Nel primo semestre del 1990 sono stati stipulati nuovi contratti per ulteriori \$ 145 miliardi.

Piú lenta crescita del mercato degli *swaps* valutari

Lo scorso anno il mercato degli *swaps* ha segnato un'evoluzione anche per altri aspetti. Anzitutto, in gran parte per effetto del crescente impiego di questo strumento, i diversi mercati finanziari sono ora piú strettamente integrati, per cui le opportunità di arbitraggio di una certa importanza sono ora meno comuni che in passato e hanno durata minore. Con la notevole eccezione del settore delle obbligazioni in ecu, che ha continuato a beneficiare di specifiche opportunità di arbitraggio, appare diminuito sensibilmente l'impiego degli *swaps* in connessione con nuove emissioni. In secondo luogo, negli anni precedenti il finanziamento di ristrutturazioni societarie con ricorso all'indebitamento era stato concordato a tassi variabili, per cui gli *swaps* e i *caps* fornivano ai mutuatari gli strumenti di copertura contro i rischi di tasso d'interesse. Il ridimensionamento delle acquisizioni societarie con capitale di prestito e di altre operazioni collegate a fusioni nel 1990 ha ridotto la domanda di *swaps* da parte degli utilizzatori finali e ha mutato la composizione degli operatori economici.

Mutata fisionomia dell'attività di *swap*

Gli operatori del mercato degli *swaps* sono divenuti sempre piú sensibili a considerazioni di rischio di credito. Il declassamento del merito di credito di

Composizione per monete dei nuovi swaps di valuta nel primo semestre del 1990					
Valute	Ammon- tare nominale totale ^{1,2}	di cui:		di cui:	
		contro dollari USA ²	contro altre valute ²	con utiliz- zatori finali	fisso/ variabile ²
in miliardi di dollari USA					
Yen	42,3	20,9	21,4	28,1	18,0
Dollaro australiano	16,4	5,0	11,4	10,5	2,7
Franco svizzero	15,4	7,4	8,0	12,4	7,5
Marco	12,2	6,1	6,1	9,1	4,2
Ecu	8,4	4,3	4,1	6,3	5,3
Sterlina	8,1	3,0	5,1	5,3	3,5
Dollaro canadese	7,2	6,1	1,1	6,2	2,7
Totale parziale	110,0	52,8	57,2	77,9	43,9
Altre	16,9	9,5	7,4	13,0	8,3
<i>Meno: duplicazioni di swaps in valute diverse dal dollaro</i>	-32,3	-	-32,3	-22,8	-7,4
Totale	94,6	62,3	32,3	68,1	44,8

¹ Ammontare ipotetico sottostante su cui sono basati i flussi di pagamento. ² Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate da membri ISDA.
Fonte: ISDA.

Accresciuta
importanza
dei fattori
connessi
al rischio
di credito

molte banche e i dissesti di DFC, Drexel Burnham Lambert e British and Commonwealth Merchant Bank hanno causato indirettamente un ampliamento dei margini per vari operatori, menomando la capacità di talune istituzioni di competere su questo mercato. E' diventato altresì più difficile per le istituzioni non di primissimo ordine stipulare *swaps* a più lungo termine. Inoltre, l'imminente introduzione di requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di credito sugli *swaps*, nel quadro dell'accordo di Basilea sull'adeguatezza patrimoniale, potrebbe aver inciso sul volume e sulla tipologia delle nuove operazioni, in particolare nel caso dei contratti valutari.

Sviluppi e incer-
tezze sul piano
giuridico

L'importanza del rischio di credito è stata evidenziata dal giudizio emesso nel gennaio 1991 dalla Camera dei Lords, la più alta istanza d'appello nel Regno Unito, secondo cui gli enti pubblici locali britannici non sono autorizzati a concludere *swaps* o transazioni connesse. Questa decisione ha comportato la nullità di tutte le esistenti obbligazioni degli enti locali a fronte di tali contratti, con conseguenti pesanti perdite per le banche. Anche se molte di esse avevano già effettuato accantonamenti dopo le precedenti decisioni delle corti inferiori, i corsi azionari di alcune banche hanno subito una forte flessione. Nello stesso tempo, la sentenza ha messo in questione la validità di altre operazioni di *swap* poste in essere con contraenti diversi dalle imprese commerciali, come le "building societies" e i fondi pensione.

Compensazione
di contratti
di *swap*

Un modo in cui gli operatori hanno cercato di ridurre il rischio di controparte è stato quello di chiarire l'efficacia giuridica della compensazione di contratti bilaterali di *swap* nel quadro delle procedure stabilite nel "Master Agreement" dell'ISDA (International Swap Dealers Association). Questo accordo prevede una forma specifica di compensazione tra due controparti, ossia

una clausola di compensazione *in futurum* ("close-out"), in base alla quale gli obblighi reciproci di pagamento a fronte dei vari strumenti si compensano a vicenda in caso di insolvenza di una controparte. Negli Stati Uniti è stata approvata nel 1990 una norma sull'esecutorietà di questa procedura di compensazione di *swaps* in caso di fallimento, fornendo un chiaro quadro di riferimento per le procedure concorsuali da applicare alle controparti USA in contratti aventi per oggetto *swaps* o strumenti connessi. Ai fini della misurazione dell'esposizione creditoria, attualmente l'accordo di Basilea sui coefficienti patrimoniali riconosce solo la compensazione per novazione, definita come sostituzione legale di una serie di contratti bilaterali con un nuovo contratto singolo per ciascuna moneta di denominazione e data di valuta. Tuttavia, è attualmente in corso di studio una revisione di questa materia alla luce del rapporto presentato dal Comitato sugli schemi di compensazione interbancari (Capitolo IX).

Swaps su merci e altri strumenti derivati collegati a merci

Un elemento fondamentale che ha contribuito all'espansione del mercato degli *swaps* è stata la sua capacità di creare nuovi prodotti rispondenti alle esigenze specifiche degli utilizzatori finali. Lo scorso anno il forte rialzo e l'accresciuta variabilità dei prezzi del petrolio hanno dato un vigoroso impulso agli *swaps* su merci, nonché ai contratti collegati alle quotazioni di materie prime negoziate in sede di borsa. Gli *swaps* su merci comportano lo scambio di flussi di pagamento fissi contro flussi variabili ancorati alla quotazione di un prodotto, così come negli *swaps* di tasso d'interesse i pagamenti avvengono sulla base di un tasso fisso e di un tasso variabile. Essi possono essere quindi considerati come un'estensione al settore mercantile delle formule sviluppate dai mercati degli *swaps* di tasso d'interesse e di valuta. Sebbene i contratti di scambio di merci e di commercio in compensazione, nonché i *futures* su merci, abbiano molte caratteristiche in comune con gli strumenti in questione, sussistono alcune importanti differenze: i tipi di copertura e altre applicazioni, l'orizzonte temporale più lungo che caratterizza gli *swaps*, la varietà di strumenti disponibile (*caps*, *collars* ecc.), gli indici impiegati nel contratto e la partecipazione delle banche come controparti. Invero l'espansione delle transazioni in *swaps* su prodotti petroliferi si è accompagnata a un forte aumento dei contratti *futures* a scadenza più lunga. Tuttavia, anche nella forma a più lungo termine questi ultimi consentono una copertura puntuale nel tempo, mentre molti utilizzatori finali desiderano assicurarsi una copertura a un prezzo medio in grado di proteggere un dato *cash flow* preventivato. Solo strumenti del mercato fuori borsa possono adattarsi a tali esigenze.

Tre fattori hanno contribuito alla rapidissima espansione degli *swaps* su merci negli ultimi due anni. In primo luogo, nel luglio 1989 la Commodity Futures Trading Commission ha approvato una clausola "Safe Harbor" per gli operatori con sede negli Stati Uniti secondo la quale gli *swaps* su merci sono stati giudicati non equiparabili ai *futures*, nel senso che non devono essere necessariamente standardizzati o negoziati in sede di borsa. In secondo luogo, il mercato ha tratto vantaggio dall'infrastruttura altamente sviluppata dei mercati degli *swaps* di tasso d'interesse e di valuta. Infine, come si è già detto, l'impiego degli *swaps* su merci è stato incentivato dalla accentuata erraticità dei corsi delle materie prime, in particolare a partire dall'agosto 1990. Fino all'estate scorsa il volume nominale

Ruolo preminente assunto dagli *swaps* di merci

Fattori alla base della rapida espansione

complessivo del mercato degli *swaps* e delle opzioni indicizzate alle merci variava, secondo stime, tra \$ 7 e 10 miliardi; dopo l'invasione del Kuwait esso sarebbe salito a \$ 40–50 miliardi.

Per categoria merceologica, si stima che i contratti collegati a fonti di energia rappresentino piú dell'80% del mercato. Per tipo di contratto, circa il 75% del mercato è costituito da *swaps* e la parte restante da opzioni. La maggior parte dei contratti ha una scadenza originaria inferiore a due anni e solo il 10% avrebbe scadenze superiori ai quattro anni. La gamma degli utilizzatori finali pare essere molto ampia, comprendendo i vari operatori dei mercati del petrolio e di altre materie prime, le società di trasporto, nonché speculatori. Alcuni importanti produttori di materie prime partecipano come *market-makers* accanto alle banche commerciali e d'investimento e a compagnie di assicurazione.

L'evoluzione recente del mercato dell'ecu privato

Crescente
impiego di ecu
in tutti i settori
dei mercati
internazionali

Una caratteristica saliente dei mercati finanziari internazionali nel 1990 è costituita dal crescente impiego dell'ecu. Le emissioni obbligazionarie internazionali in ecu, sulla base delle operazioni perfezionate, hanno raggiunto un totale di \$ 18 miliardi, a fronte di \$ 12 miliardi nel 1989, mentre il volume in essere di *euronotes* in ecu è salito da \$ 3,5 a 8,4 miliardi. Al tempo stesso le obbligazioni in ecu emesse da governi europei e finalizzate ai rispettivi mercati interni sono balzate da \$ 10 a 15 miliardi, e si sono altresí registrate ulteriori cospicue emissioni di titoli del Tesoro a breve denominati in ecu da parte dell'Italia e del Regno Unito. Infine, sui mercati degli strumenti derivati gli *swaps* di tasso d'interesse in ecu hanno avuto una forte espansione e si sono moltiplicati i *futures* e le opzioni in ecu.

Importante
spostamento
nella posizione
netta in ecu
delle banche

E' continuata a ritmo sostenuto l'espansione dell'attività bancaria internazionale lorda in ecu. L'incremento nel totale delle attività in ecu sull'estero e sull'interno delle banche dichiaranti alla BRI, pari a \$ 24 miliardi (14%), è stato dello stesso ordine di grandezza di quello dei due precedenti anni, mentre le passività in ecu hanno segnato una crescita senza precedenti di \$ 36 miliardi (23%). Di conseguenza, a fine anno, per la prima volta nella storia del mercato, le attività e le passività per l'insieme delle banche dichiaranti erano pressoché in pareggio. Mentre nei periodi precedenti una domanda eccedente di crediti in ecu aveva fatto sí che in ampia misura fossero le banche stesse a creare ecu, l'abbondante offerta di depositi in ecu nel 1990 ha fornito opportunità di arbitraggio per disaggregare l'unità monetaria composita nelle valute costituenti. Di fatto, alcune banche sono passate da una posizione creditoria a una debitoria netta in ecu. Al netto delle duplicazioni derivanti dal ricollocamento di depositi tra le stesse banche dichiaranti, si può stimare che l'ammontare di crediti in ecu in essere sul mercato bancario si sia accresciuto di \$ 18 miliardi, ossia del 38%, raggiungendo un totale di \$ 65 miliardi alla fine dello scorso anno. Mentre dal lato degli impieghi bancari il fattore piú importante è consistito nella conversione di ecu nelle monete che lo compongono, dal lato della raccolta si è notevolmente ampliata la gamma dei depositi per tipo e nazionalità di depositanti, tra cui figurano i nuovi fondi fiduciari intermediati da banche svizzere e i depositi ufficiali di ecu.

Il mercato dell'ecu privato							
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	Consistenze a fine 1990
	in miliardi di dollari USA						
Credito bancario totale ¹							
Lordo	17,2	6,2	11,1	23,4	24,6	23,7	194,6
Netto ²	9,0	5,0	8,0	12,0	10,0	18,0	65,0
Emissioni obbligazionarie internazionali							
Lorde perfezionate	7,3	6,3	8,4	10,9	12,0	17,6	
Nette	7,2	5,9	7,5	9,8	6,7	11,2	74,6
Collocamenti netti di <i>euronotes</i>						4,9	8,4
Emissioni obbligazionarie interne							
Lorde perfezionate	2,0	1,7	2,0	8,4	10,3	15,0	
Nette	2,0	1,7	2,0	8,4	8,7	13,9	47,8
Buoni del Tesoro a breve sul mercato interno							
Lordi	0,0	0,0	2,0	8,3	19,5	20,2	
Netti	0,0	0,0	2,0	6,5	3,7	-2,4	11,4
<i>Per memoria:</i> <i>riserve ufficiali in ecu privati¹</i>	0,8	1,1	1,4	8,1	7,3	13,7	36,9

¹ A tassi di cambio costanti di fine periodo. ² Al netto delle duplicazioni derivanti dal rideposito di fondi tra le banche dichiaranti.
 Fonti: autorità nazionali; AIBD ed Euroclear.

In assenza di presunti rischi di cambio e con il venir meno delle rimanenti restrizioni valutarie in Europa, i vari mercati dell'ecu hanno destato considerevole interesse presso i mutuatari di paesi con alti tassi d'interesse e gli investitori di paesi a bassi rendimenti. Tuttavia, il fattore che ha maggiormente influito sulla crescita dei mercati nel 1990 è stato il sostegno ufficiale fornito nell'ambito della Comunità europea. Anzitutto, vi è stato un ricorso crescente al mercato dell'ecu privato per il collocamento di riserve ufficiali, con un aumento del 60% (a tassi di cambio costanti) nei depositi e titoli in ecu detenuti dalle autorità monetarie ufficiali, saliti a un totale di \$ 37 miliardi a fine 1990. In secondo luogo, lo sviluppo di tecniche di copertura e di arbitraggio è stato favorito dal sostegno ufficiale all'introduzione di strumenti derivati in ecu nelle borse organizzate. Il più importante incentivo di parte ufficiale all'espansione del mercato dell'ecu privato è comunque stato il volume senza precedenti di obbligazioni e altri titoli più a breve emessi dagli stessi Stati della CEE e da enti sopranazionali europei.

Congiuntamente, i mutuatari ufficiali nazionali e sopranazionali hanno concorso per circa la metà al totale delle nuove euroemissioni in ecu, pari a \$ 18 miliardi, poste in essere nel 1990. A fine anno la loro quota aggregata rappresentava quasi il 40% dei \$ 75 miliardi di titoli in essere sul mercato obbligazionario in ecu. In aggiunta, \$ 48 miliardi di obbligazioni e titoli più a breve in ecu sono stati collocati dai governi di Francia, Italia, Grecia e Spagna sui rispettivi

Sostegno ufficiale
allo sviluppo
del mercato

mercati nazionali, insieme a \$ 11 miliardi di buoni del Tesoro interni in ecu emessi da Italia e Regno Unito. Queste emissioni di soggetti ufficiali sono state determinanti per l'andamento generale del mercato dell'ecu privato sotto tre importanti aspetti. In primo luogo, a causa dell'ingente ammontare (ecu 1 miliardo e piú) di diverse emissioni, la liquidità del mercato è stata fortemente potenziata. In secondo luogo, l'ampio ventaglio di scadenze offerto dalle varie emissioni – che vanno da un mese (per i buoni del Tesoro britannico) a quindici anni, e piú di recente fino a venti anni per l'ultima emissione italiana – ha fatto in modo che si determinasse tutta una serie di tassi di riferimento. Infine, queste emissioni, insieme all'introduzione di strumenti derivati, come i contratti *futures* standardizzati su obbligazioni a lungo termine presso il MATIF di Parigi, hanno moltiplicato le opportunità di impiego dell'ecu a fini di copertura e speculativi, comportando una maggiore competizione di prezzo e un accresciuto volume di contrattazioni sul mercato primario e secondario.

Variatione
nella struttura
dei rendimenti
sulle attività
in ecu

Di conseguenza, la domanda di attività denominate in ecu si è estesa ben oltre la tradizionale base di operatori "al dettaglio" comprendendo una vasta gamma di investitori istituzionali sia all'interno che al di fuori della Comunità. A sua volta, questo rafforzamento della domanda di attività in ecu ha fatto sí che i rendimenti effettivi scendessero al disotto di quelli teorici sintetici. Nello stesso tempo, il volume delle transazioni sul mercato secondario si è raddoppiato rispetto ai livelli del 1989.

Volume record
delle emissioni
di ecu nel primo
trimestre 1991

L'attività si è ulteriormente intensificata nei primi tre mesi del 1991, durante i quali vi è stato un volume senza precedenti di nuove emissioni obbligazionarie annunciate, pari a \$ 17 miliardi. Si è rafforzata la predominanza in questo settore degli emittenti sovrani e sopranazionali, che hanno concorso a quasi quattro quinti del totale. Vi sono state, in particolare, un'emissione "jumbo" per un totale di ecu 1,25 miliardi, lanciata sul mercato dal Belgio e impiegata per rifinanziare obbligazioni in scadenza denominate in marchi tedeschi e in franchi svizzeri, e un'altra di ecu 2,5 miliardi da parte del Regno Unito al fine specifico di sviluppare ulteriormente il mercato dell'ecu a Londra. In febbraio l'Italia ha raccolto ecu 2,5 miliardi con scadenza ventennale. Il lancio di un contratto su obbligazioni in ecu nel LIFFE di Londra agli inizi di marzo e l'introduzione di nuovi contratti basati su *futures* e opzioni nel mercato parallelo hanno parimenti contribuito ad accrescere lo spessore e la liquidità del mercato.

La situazione debitoria internazionale

Un certo miglio-
ramento nella
posizione dei PVS
fortemente
indebitati

Lo scorso anno la situazione debitoria internazionale ha fatto segnare un ulteriore modesto miglioramento. Malgrado i risultati assai divergenti ottenuti dai PVS in termini di crescita e di esportazioni, di cui si è trattato in capitoli precedenti, i paesi con difficoltà debitorie, e in particolare i quattordici paesi fortemente indebitati contemplati dal piano Baker, sono riusciti a ridurre in certa misura il rapporto passività/esportazioni e l'incidenza del servizio del debito. Le esperienze iniziali con gli schemi di riduzione delle passività e del servizio del debito sotto l'egida ufficiale sono state positive. Taluni maggiori debitori, tuttavia, hanno continuato a incontrare gravi difficoltà nel riformare le loro economie e nel ristabilire relazioni normali con i creditori. Inoltre, dopo aver

irreprensibilmente onorato per anni i propri impegni di pagamento, alcuni paesi dell'Europa orientale hanno avuto problemi nel far fronte in modo tempestivo e regolare al servizio del debito verso l'estero.

L'indebitamento esterno aggregato dei settantasei paesi che hanno incontrato difficoltà nel servizio del debito durante gli ultimi quattro anni è salito di \$ 32 miliardi, ossia del 4%, in termini di dollari correnti. Questo incremento è peraltro dovuto principalmente agli effetti di cambio. Così come nei due anni precedenti, sono calate le posizioni creditorie delle banche commerciali verso i paesi debitori in difficoltà, e alla fine del 1990 le banche stesse detenevano soltanto il 40% delle attività esterne complessive nei confronti di questi paesi, rispetto a una quota del 55% nel 1983. Sebbene molte banche abbiano continuato ad avvalersi di ogni opportunità per ridurre la propria esposizione, nell'ultimo scorcio dell'anno sono emerse indicazioni fattuali di una riconsiderazione delle strategie da parte di taluni prestatori. Le quotazioni del debito di alcuni paesi sui mercati secondari sono sensibilmente salite e le banche sono divenute un po' meno contrarie alle opzioni comportanti l'erogazione di nuovi fondi nei programmi di alleggerimento del debito con il sostegno ufficiale.

Lo scorso anno si è assistito a un ulteriore accumulo di interessi arretrati nei paesi con problemi di servizio del debito. Alla fine del 1990 l'incidenza di tali arretrati sul debito esterno risultava salita al 5% circa, ossia al livello più alto mai registrato. Il peggioramento è dovuto in gran parte ai forti aumenti degli arretrati dovuti da un ristretto numero di paesi, soprattutto Brasile e Argentina. Tuttavia, poiché una dozzina circa di paesi è riuscita a liberarsi delle obbligazioni in mora, spesso nel contesto di programmi più generali di ristrutturazione del debito, l'espansione netta degli arretrati, pari a \$8 miliardi, è stata soltanto la metà di quella avutasi nel 1989.

Nel 1990 alcuni paesi debitori, fra cui Messico, Filippine, Costa Rica, Venezuela e Uruguay, sono addivenuti ad accordi di ristrutturazione del debito con le banche creditrici nel quadro dell'iniziativa Brady. Tali accordi prevedevano tipicamente una combinazione di vere e proprie riduzioni di passività, di alleggerimenti del servizio del debito e di erogazione di nuovi fondi da parte delle banche creditrici stesse. Lo sconto sul valore nominale applicato negli schemi concordati per i singoli paesi ha in generale rispecchiato le quotazioni del mercato secondario, e gli incentivi forniti per indurre le banche a parteciparvi hanno assunto la forma di una garanzia reale sul capitale e di una garanzia a rinnovo automatico per gli interessi sul debito ristrutturato. Il finanziamento di tali garanzie è provenuto da istituzioni multilaterali come il FMI e la Banca Mondiale, dai governi dei maggiori paesi industriali e dalle riserve ufficiali degli stessi paesi debitori. Un elemento notevole presente in diversi accordi è stata la clausola che prevede un aumento degli esborsi per il servizio del debito nel caso in cui la posizione economica del paese debitore, e in particolare le sue ragioni di scambio, registrino un sostanziale miglioramento. Per converso, i creditori non si sono impegnati ad accordare concessioni o fondi addizionali qualora le condizioni dovessero inaspettatamente deteriorarsi.

Entro tale quadro generale i singoli accordi di ristrutturazione del debito conclusi nell'ambito dell'iniziativa Brady sono variati a seconda della situazione particolare dei paesi debitori e delle politiche seguite dalle banche. Negli schemi

Ulteriore
accumulo
di interessi
arretrati

Ristrutturazioni
del debito
nel quadro
dell'iniziativa
Brady

Elevata flessibilità
nell'approccio
"caso per caso"

Evoluzione del debito esterno di determinati paesi							
	Importi in essere					Variazioni depurate dagli effetti di cambio	
	1983	1987	1988	1989	1990	1989	1990
	in miliardi di dollari USA						
Brasile							
Debito totale	98,1	123,6	115,6	111,3	113,8		
<i>di cui: verso banche</i>	71,3	81,0	76,0	70,8	65,2	-5,5	- 7,1
Attività verso banche	11,4	13,5	16,3	16,1	17,5	-0,2	1,2
Messico							
Debito totale	93,0	109,4	100,8	95,6	96,0		
<i>di cui: verso banche</i>	72,1	75,8	71,5	70,1	55,0	-1,2	-15,4
Attività verso banche	18,0	30,1	24,4	22,7	26,3	-1,6	3,4
Argentina							
Debito totale	45,9	58,4	58,7	64,7	60,5		
<i>di cui: verso banche</i>	27,4	35,3	37,6	32,3	29,8	-5,4	- 3,5
Attività verso banche	8,7	10,2	12,3	14,1	14,9	1,8	0,6
Unione Sovietica							
Debito totale	26,9	39,2	43,0	54,0	60,0		
<i>di cui: verso banche</i>	16,2	33,3	36,9	44,8	42,1	7,5	- 6,2
Attività verso banche	10,9	14,1	15,3	14,7	8,7	-0,7	- 6,5
Polonia							
Debito totale	26,3	42,6	42,1	43,3	46,5		
<i>di cui: verso banche</i>	11,3	12,3	10,6	10,3	11,3	-0,6	0,0
Attività verso banche	1,2	3,0	3,6	3,9	7,8	0,2	3,5
Venezuela							
Debito totale	38,3	35,3	35,5	33,1	36,2		
<i>di cui: verso banche</i>	28,3	25,0	25,6	24,1	17,6	-1,6	- 7,1
Attività verso banche	17,1	16,2	15,8	16,3	20,8	0,5	4,4

Nota: per "banche" si intendono solo quelle che rientrano nel sistema di segnalazione alla BRI. I dati relativi al debito totale per il 1990 sono provvisori. Per Unione Sovietica e Polonia, solamente debito in valuta convertibile.

Fonti: BRI; FMI e Banca Mondiale.

concordati verso la fine del 1989 e agli inizi del 1990 con Messico, Costa Rica e Filippine, le banche hanno mostrato una spiccata preferenza per una riduzione del debito e del suo servizio. In effetti, nel caso della Costa Rica l'erogazione di nuovi fondi non era nemmeno contemplata nel ventaglio di opzioni. Per contro, le banche hanno manifestato una certa disponibilità a fornire nuovi finanziamenti in occasione degli accordi stipulati con il Venezuela e l'Uruguay nel prosieguo dell'anno. Anche lo schema convenuto con il Venezuela conteneva una più ampia gamma di opzioni, al fine di indurre a parteciparvi un elevato numero di banche con differenti vedute in merito alla necessità di uno sgravio del debito e con divergenti strategie operative nell'area in via di sviluppo.

Fino alla primavera di quest'anno le ristrutturazioni attuate nel quadro dell'iniziativa Brady avevano interessato quasi \$ 80 miliardi di passività a medio-lungo termine verso le banche commerciali, e avevano condotto a riduzioni effettive di debito per circa \$ 12 miliardi, a un alleggerimento degli interessi equivalente a \$ 11 miliardi e all'erogazione di nuovi fondi per oltre \$ 3 miliardi. Per ottenere tali benefici i paesi in causa avevano dovuto utilizzare \$ 3,5 miliardi di riserve

proprie e prendere a prestito altri \$ 7,6 miliardi per predisporre gli strumenti di garanzia.

Lo sgravio di debito ottenuto da tali operazioni, sia esso considerato in termini di flussi di pagamento oppure di *stock* di passività esterne, è alquanto modesto. Nondimeno, grazie a efficaci programmi di aggiustamento strutturale, taluni paesi debitori palesano ora una certa capacità di attrarre capitali privati. Tali afflussi non hanno assunto la forma di finanziamenti di bilancia dei pagamenti a opera delle banche commerciali, ma sono consistiti principalmente in maggiori investimenti azionari e nel rientro di capitali espatriati.

Di fronte all'esigenza di accrescere la propria base patrimoniale e, in alcuni casi, di accettare perdite sulle loro attività interne, le banche sono state in generale molto riluttanti ad aumentare l'esposizione verso i PVS. L'erogazione di nuovo credito è stata essenzialmente limitata a società private in Cile, Messico, Uruguay e Venezuela, quantunque anche il governo del Cile abbia ottenuto \$ 320 milioni attraverso un prestito sindacato euroobbligazionario. Il finanziamento è stato in larga parte collegato a progetti di investimento e ha spesso beneficiato di garanzie reali su crediti di fornitura o su depositi all'estero delle società mutuarie. Tali operazioni, volte a rendere minimi i rischi di controparte e di trasferimento valutario, sono indicative della cautela con cui si muovono le banche nel fornire crediti commerciali a mutuatari operanti in paesi con un recente passato di difficoltà debitorie.

Rispetto ai modesti importi raccolti attraverso il credito bancario od obbligazionario, in alcuni paesi dell'America Latina il rientro di capitali esportati illegalmente e gli afflussi di finanziamento azionario sono stati di considerevole ammontare. L'investimento azionario ha avuto luogo indirettamente attraverso il collocamento di azioni dei PVS sui mercati mobiliari esteri oppure attraverso fondi d'investimento specializzati per paese, fornendo in entrambi i casi agli investitori un grado di liquidità che non avrebbero le acquisizioni dirette sui mercati dei PVS. Tuttavia il canale più importante attraverso il quale gli operatori esteri hanno accumulato disponibilità azionarie in America Latina è rappresentato dalle conversioni di debito in partecipazioni di capitale.

Lo scorso anno i paesi latino-americani hanno effettuato conversioni di tale tipo per un valore di circa \$ 12 miliardi, di cui \$ 3,5 miliardi a opera del Messico, \$ 1 miliardo del Cile e \$ 0,7 miliardi del Venezuela. La maggiore riduzione del debito attraverso siffatte conversioni è stata ottenuta dall'Argentina, paese in cui l'inefficacia dimostrata finora dalle iniziative di riforma e la debole dinamica macroeconomica non hanno consentito per ora di concludere un accordo nel quadro dell'iniziativa Brady. La riduzione del debito argentino, nella misura di \$ 7 miliardi, era connessa alla privatizzazione di imprese di proprietà statale e non ha quindi esercitato pressioni significative sulla crescita monetaria interna. In alcuni altri paesi le possibilità di conversione di debito in partecipazioni azionarie sono state limitate dal timore per le implicazioni monetarie di tali operazioni.

La conversione di debito dell'Argentina è stata importante non solo perché ha comportato una considerevole riduzione del suo indebitamento bancario, ma anche perché l'accettazione di clausole abdicative da parte delle banche, necessarie alla conversione, ha denotato un miglioramento nelle relazioni

Limitati afflussi
spontanei
di credito ...

... ma cospicui
riafflussi
di capitali
espatriati
e di finanziamenti
azionari ...

... associati
a conversioni
di debito

Protratte
negoiazioni
delle banche
con l'Argentina ...

precedentemente tese fra l'Argentina e i suoi creditori. Questo clima piú costruttivo è stato favorito dalla ripresa da parte del paese di un modesto ma regolare flusso di pagamenti in conto interessi alle banche, dopo oltre due anni di totale sospensione. Ciò nonostante, gli interessi arretrati dell'Argentina hanno continuato ad aumentare, raggiungendo un totale di \$ 7,5 miliardi a fine 1990.

... e il Brasile

Un'importante questione nei negoziati tra il Brasile e i suoi creditori sulla ristrutturazione di circa \$ 50 miliardi di crediti bancari ha riguardato il modo in cui affrontare il problema degli interessi arretrati. Nondimeno, nella primavera di quest'anno il Brasile e il comitato consultivo delle banche commerciali creditrici hanno raggiunto un accordo preliminare sul trattamento di oltre \$ 8 miliardi di interessi arretrati accumulati dal paese dopo la sospensione dei pagamenti nel luglio 1989. Il progetto di accordo prevede la conversione in titoli obbligazionari di circa tre quarti degli interessi in mora e il pagamento della restante parte nel corso di quest'anno.

Crescente importanza dell'alleggerimento ufficiale del debito

Dal 1988 vi è stato un graduale ampliamento del numero e delle categorie di paesi che hanno ottenuto un alleggerimento del debito con il sostegno ufficiale. I paesi piú poveri dell'Africa sub-sahariana sono stati i primi a beneficiare di iniziative ufficiali che hanno comportato una riduzione del debito. Quindi, nel 1989 è stato deciso l'utilizzo di fondi ufficiali, su una base "caso per caso", a sostegno di operazioni di riduzione dell'onere debitorio verso le banche a favore dei paesi a medio reddito fortemente indebitati che avessero posto in atto programmi di riforme di vasta portata.

Al vertice di Houston del luglio 1990, i rappresentanti dei maggiori paesi industriali hanno incoraggiato i creditori ufficiali nell'ambito del Club di Parigi a formulare opzioni addizionali per affrontare il problema debitorio dei paesi a medio reddito. Uno dei principali candidati a uno sgravio del debito nel quadro di questa iniziativa è stata la Polonia. A differenza dei paesi a medio reddito fortemente indebitati contemplati dai piani Baker e Brady, nel caso della Polonia oltre i due terzi dei \$ 46,5 miliardi di debito estero sono nei confronti di enti del settore pubblico. Nel marzo 1991 il Club di Parigi ha convenuto in linea di principio che il debito bilaterale del paese verso creditori ufficiali avrebbe dovuto essere dimezzato in termini di valore attuale netto. La riduzione dovrà avvenire in due riprese, con una prima cancellazione del 30% del debito nel 1991-94 e una ulteriore del 20% in epoca successiva, a condizione che la Polonia realizzi gli obiettivi economici fissati nel programma di stabilizzazione e di aggiustamento strutturale concordato sotto l'egida del FMI. Anche gli esborsi per interessi saranno ridotti dell'80% per tre anni.

Crescenti problemi di servizio del debito nell'Europa orientale

Benché la Polonia sia l'unico paese dell'Europa orientale con cronici problemi debitori, anche altri paesi di quest'area hanno cominciato a incontrare difficoltà. Nel marzo 1990, la Bulgaria ha annunciato una sospensione del servizio sul debito bancario, con la conseguenza che le banche hanno riconsiderato la propria esposizione verso altri paesi est-europei, compresi quelli che avevano regolarmente onorato il servizio del debito. Nell'aprile di quest'anno il Club di Parigi ha concordato la ristrutturazione di \$ 1,8 miliardi di debiti della Bulgaria verso creditori ufficiali esteri. Inoltre l'Unione Sovietica, a lungo considerata come uno dei mutuatari sovrani con la migliore reputazione, è stata morosa per gran parte dell'anno su oltre \$ 5 miliardi di crediti commerciali occidentali.

Nel periodo in esame anche l'Egitto ha beneficiato di iniziative di riduzione del debito. Gli Stati Uniti hanno concordato la cancellazione di \$ 7 miliardi di debiti come riconoscimento del contributo egiziano alla guerra nel Golfo.

I paesi dell'Africa sub-sahariana hanno continuato a dibattersi nel problema del debito esterno, in gran parte nei confronti di creditori ufficiali. Ostacolati da una forte crescita demografica, da modesti tassi d'investimento e da una ristretta base di produzione e di esportazioni, questi paesi sono riusciti a far fronte solo al 40% degli oneri in scadenza sul servizio del debito. E' stato concluso un certo numero di accordi di ristrutturazione, in parte a condizioni fortemente agevolate, e i governi dei paesi industriali hanno concesso la remissione di quasi \$ 5 miliardi di prestiti erogati nel quadro dell'assistenza ufficiale allo sviluppo. Il valore attuale netto delle agevolazioni concesse ai sensi dell'accordo di Toronto sui crediti ufficiali bilaterali ha raggiunto un ammontare di soli \$ 0,8 miliardi nei primi nove mesi dell'anno. Malgrado la considerevole assistenza ricevuta finora, questi paesi continuano a incontrare enormi problemi nel servizio del debito, e alla Conferenza del Commonwealth svoltasi a Trinidad nel settembre 1990 è stato proposto un ulteriore sgravio del loro debito ufficiale.

I tre anni di esperienza maturata con gli schemi ufficiali di alleggerimento del debito applicati a gruppi assai eterogenei di paesi fanno ritenere che tali schemi possano svolgere un utile ruolo nell'aiutare i paesi a riabilitare le rispettive economie attraverso ampi programmi di riforma strutturale e di stabilizzazione macroeconomica. Sono stati inoltre dissipati alcuni dei precedenti timori circa i pericoli di un allentamento dell'onere debitorio. Collegando le riduzioni del debito e del connesso servizio a sane politiche economiche, si è attenuato il timore che venissero accordate condizioni di favore a una cerchia sempre più ampia di paesi, senza riuscire a incidere durevolmente sulle loro economie. Un'altra preoccupazione, e cioè che i creditori non sarebbero stati trattati equamente, è stata affrontata apprestando una vasta gamma di opzioni, collegate allo sconto sul nominale praticato sul mercato secondario e corredate di clausole che permettono ai creditori di partecipare ai guadagni imprevisti di natura straordinaria.

Infine, non sembra aver trovato conferma il timore che l'esistenza di programmi di riduzione delle passività avrebbe indebolito la propensione di altri paesi a onorare il servizio del debito. I debitori hanno constatato che le banche sono molto caute nell'accordare crediti a paesi che hanno un passato di difficoltà nel servizio del debito, anche nel caso di quelli il cui debito è stato considerevolmente ridotto con l'aiuto di programmi di sgravio con sostegno ufficiale. In effetti, la condizione pregiudiziale per la ripresa di un afflusso spontaneo di finanziamenti privati non è la riduzione del debito con il sostegno ufficiale, bensì l'attuazione di un efficace programma di aggiustamento di fondo che consenta di migliorare durevolmente le prospettive economiche del paese.

Perduranti
gravi difficoltà
nell'Africa
sub-sahariana

Valutazione
dei programmi
di riduzione
del debito

VII. L'evoluzione delle grandezze e delle politiche monetarie

Aspetti salienti

Lo scorso anno in Giappone e Germania la politica monetaria ha continuato ad essere finalizzata a contrastare le crescenti spinte inflazionistiche, mentre negli Stati Uniti essa è stata allentata di fronte ai prodromi di una recessione. In alcuni altri paesi, dove in precedenza erano in atto politiche relativamente restrittive volte a frenare l'inflazione, si è consentito ai tassi d'interesse a breve di calare fortemente.

Nei paesi maggiori il marcato orientamento della politica monetaria verso obiettivi interni si è rispecchiato nell'importanza assegnata agli aggregati monetari e creditizi. Ciò è stato particolarmente evidente nel caso della decisa reazione delle autorità americane alle indicazioni di un forte inasprimento delle condizioni di offerta del credito ("credit crunch") che minacciava di aggravare la recessione. In altri paesi in cui si sono avuti un inasprimento delle condizioni di offerta del credito e un calo di prezzo delle attività, questi fenomeni sono stati visti come la conseguenza di precedenti eccessi speculativi e di politiche monetarie antinflazionistiche.

Nonostante la convergenza dei tassi d'inflazione e dei tassi d'interesse realizzata negli ultimi anni nell'ambito della Comunità europea, le difformi prospettive economiche hanno sollevato nuovi interrogativi circa il funzionamento della quasi-unione monetaria già praticata nell'ambito degli Accordi europei di cambio (AEC) dello SME. In alcuni paesi CEE il processo di convergenza ha ancora molta strada da fare. Nondimeno, le negoziazioni sugli ulteriori passi da compiere verso un'unione monetaria europea sono entrate in una nuova fase con la convocazione di due conferenze intergovernative nel dicembre scorso. Vi è ampio consenso sul fatto che qualsiasi nuovo ordinamento debba istituzionalizzare la priorità dell'obiettivo della stabilità dei prezzi e assicurare un elevato grado di indipendenza nel processo decisionale di politica monetaria. Permane tuttavia una notevole diversità di vedute circa le modalità e i tempi secondo cui si dovrebbe procedere ulteriormente verso l'unione economica e monetaria. Resta ancora da vedere quale sarà la natura del consenso politico conseguibile in merito all'attuazione di concreti cambiamenti.

La conduzione della politica monetaria nel corso del passato anno

Contrastanti politiche di tasso d'interesse nelle maggiori economie

Nei maggiori paesi industriali le differenze nelle politiche monetarie, che si erano manifestate sin dalla primavera del 1989 con l'emergere di andamenti economici difformi, si sono fatte più pronunciate lo scorso anno. Nei primi mesi del 1990 le politiche della Riserva federale e della Bundesbank sono rimaste immutate,

mentre la Banca del Giappone ha continuato a incoraggiare una graduale salita dei tassi del mercato monetario. Le reazioni delle banche centrali alle perturbazioni internazionali sono state fortemente condizionate anche da differenti valutazioni circa il loro presumibile impatto sulle rispettive economie e sul conseguimento degli obiettivi interni. In particolare, mentre si concordava generalmente sul fatto che si sarebbero dovuti "accomodare" gli effetti immediati del rincaro del petrolio sull'attività economica e sul livello dei prezzi, negli Stati Uniti è parsa dominare la preoccupazione per le possibili ripercussioni sull'attività produttiva, allorché in Giappone e Germania sono prevalsi i timori a riguardo delle aspettative inflazionistiche. I responsabili delle politiche sembrano altresì aver giudicato in modo alquanto differente l'impatto potenziale della guerra del Golfo sull'atteggiamento dei consumatori e delle imprese. Infatti, mentre in Giappone e Germania si è consentito ai tassi d'interesse di aumentare ulteriormente, negli Stati Uniti è intervenuto un deciso allentamento della politica monetaria.

Divergenti reazioni delle politiche monetarie alle perturbazioni internazionali

In tutti e tre i paesi le banche centrali hanno seguito attentamente la valutazione data dai mercati obbligazionari al presumibile impatto della politica monetaria sull'inflazione. I cali dei rendimenti sui titoli di Stato verso la fine del 1990 negli Stati Uniti e agli inizi di quest'anno in Germania sono stati in parte interpretati come indicativi della fiducia che l'inflazione sarebbe rimasta sotto controllo. La decisa flessione dei rendimenti obbligazionari in Giappone nell'ultima parte del 1990, che ha in ampia misura rispecchiato uno spostamento degli investitori istituzionali nipponici verso il mercato interno, potrebbe aver raggiunto un punto tale da cominciare a intaccare l'efficacia della politica di tasso d'interesse nel controllo dell'inflazione.

Lo scorso anno non è stato compiuto alcun tentativo di modificare la politica monetaria al fine di contrastare il deprezzamento del dollaro USA in rapporto allo yen e al marco, giacché esso veniva giudicato coerente sia con l'aggiustamento degli squilibri esterni sia con i divergenti obiettivi perseguiti dalle politiche in termini di domanda effettiva. La ripresa del dollaro dopo la cessazione delle ostilità nel Golfo è stata contrastata con interventi valutari e con un leggero aggiustamento dei tassi d'interesse a breve in Germania nel mese di aprile.

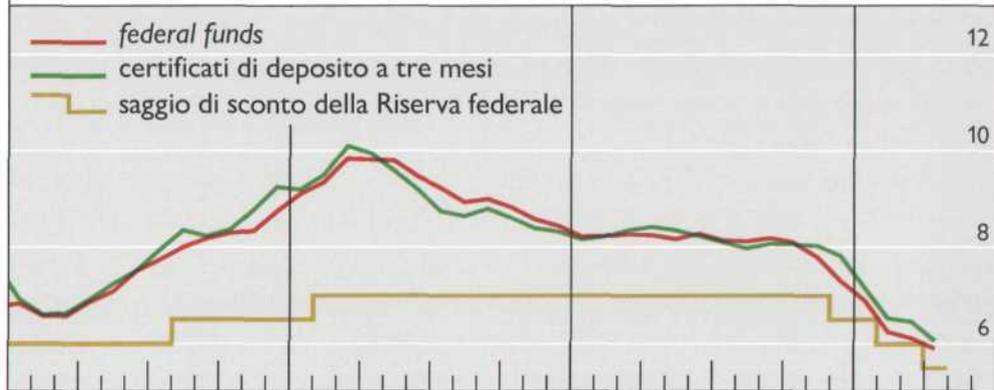
America del Nord

Seppure già da tempo fossero evidenti segni di debolezza dell'economia e di fragilità finanziaria, sin verso la fine dello scorso autunno la politica monetaria negli Stati Uniti ha continuato a essere impostata in modo da contribuire a sostenere una modesta espansione dell'attività economica compatibile con una graduale moderazione delle pressioni inflazionistiche di fondo. A differenza di come aveva agito in cicli precedenti, la Riserva federale aveva incoraggiato un calo del tasso sui *federal funds* già nel 1989, ossia ben prima che la protratta fase espansiva toccasse il punto di svolta superiore. Il suddetto tasso è rimasto invece per lo più invariato nei primi mesi del 1990 quando, malgrado taluni problemi regionali e settoriali, la congiuntura economica dava prova di discreta capacità di resistenza. In luglio la Riserva federale ha leggermente allentato le condizioni del mercato monetario di fronte alle crescenti preoccupazioni circa un inasprimento delle condizioni dell'offerta nei mercati creditizi. In agosto, in

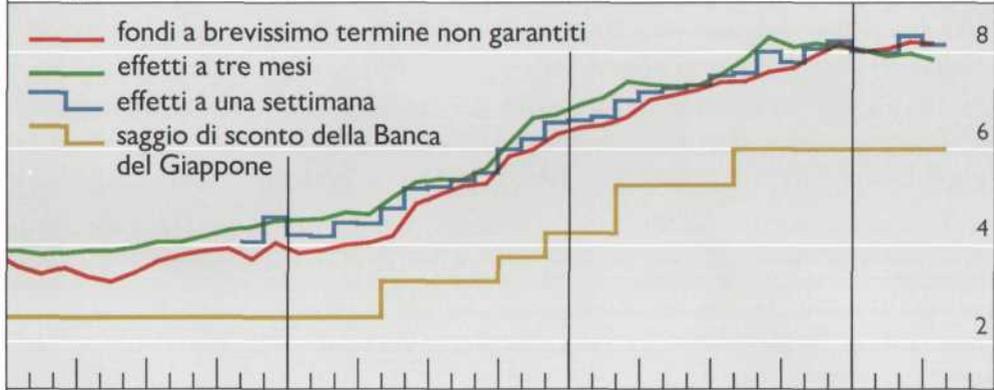
Allentamento della politica monetaria negli Stati Uniti...

Tassi d'interesse ufficiali e di mercato monetario

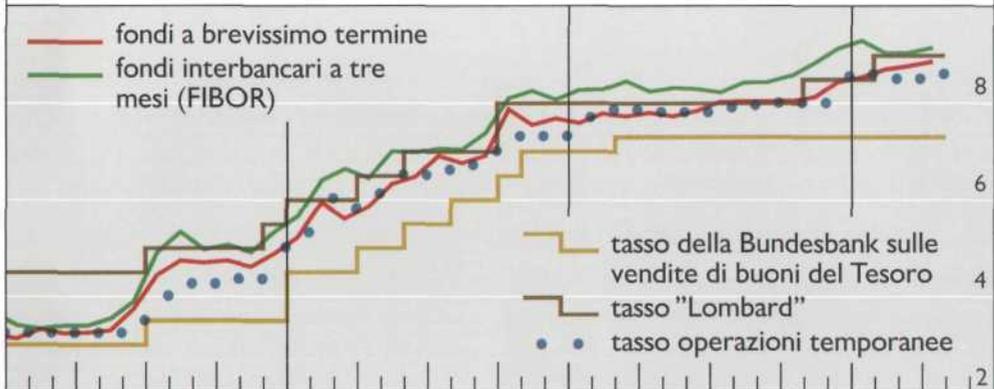
Stati Uniti



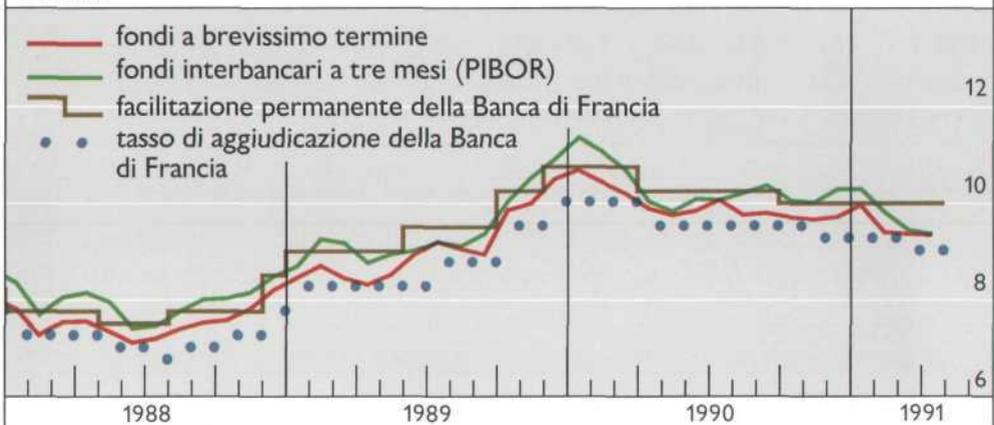
Giappone



Germania



Francia



seguito al rincaro del petrolio, si è indebolita la fiducia dei consumatori e delle imprese, e le prospettive economiche si sono deteriorate. Un ulteriore allentamento delle condizioni monetarie è stato consentito in ottobre, in seguito all'adozione da parte del Congresso del programma pluriennale di riduzione del disavanzo federale, che secondo il giudizio della Riserva federale avrebbe verosimilmente comportato un deciso spostamento in senso restrittivo della politica fiscale.

A partire da novembre è intervenuto un calo assai più accentuato dei tassi d'interesse a breve. Il tasso sui *federal funds*, che fra gennaio e novembre 1990 era sceso soltanto dall'8¹/₄ circa al 7³/₄%, agli inizi di maggio del 1991 veniva ridotto a circa il 5³/₄%. Il saggio di sconto della Riserva federale è stato abbassato poi dal 7 al 5¹/₂% in tre riprese tra il dicembre 1990 e l'aprile 1991. Se da un lato l'allentamento costituiva chiaramente una risposta alla contrazione inaspettata forte dell'attività economica e a un inasprimento più severo del previsto delle condizioni del mercato bancario e finanziario, esso era altresì coerente con i moderati tassi di crescita monetaria.

In Canada le reazioni del mercato dei cambi a un modesto allentamento della politica monetaria agli inizi del 1990, prima che fossero diffusamente riscontrabili segni di indebolimento dell'attività economica, avevano reso necessario un deciso rialzo dei tassi del mercato monetario per difendere il dollaro canadese. L'economia è entrata in fase recessiva nell'estate, ma la Banca del Canada ha cercato di impedire un calo eccessivamente rapido dei tassi d'interesse a breve, che avrebbe potuto esercitare pressioni al ribasso sul cambio. Nondimeno, fra la metà del 1990 e i primi mesi del 1991, in presenza di un forte aumento della disoccupazione, i tassi d'interesse del mercato monetario in Canada sono diminuiti in misura assai più ampia che i corrispondenti tassi statunitensi.

... e in Canada

Giappone

In un contesto caratterizzato dai precedenti forti rincari, in parte speculativi, dei terreni e di altre attività, nonché da un progressivo inasprimento delle condizioni sui mercati dei beni, dei servizi e del lavoro, la Banca del Giappone ha incoraggiato un graduale rialzo dei tassi del mercato monetario nel corso del 1990, e ha aumentato il saggio ufficiale di sconto in marzo e in agosto. Il ritmo dell'espansione economica era giudicato troppo rapido in considerazione del rischio di una spirale salari/prezzi. Durante l'anno si è arrestata la lievitazione dei prezzi immobiliari, e le condizioni esistenti in termini di livello dei tassi d'interesse e di restrizione creditizia parevano ricondurre gradualmente la crescita economica a un ritmo sostenibile. Dopo il gennaio di quest'anno il tasso sul *call money* non ha più subito ulteriori rialzi.

Inasprimento
in Giappone

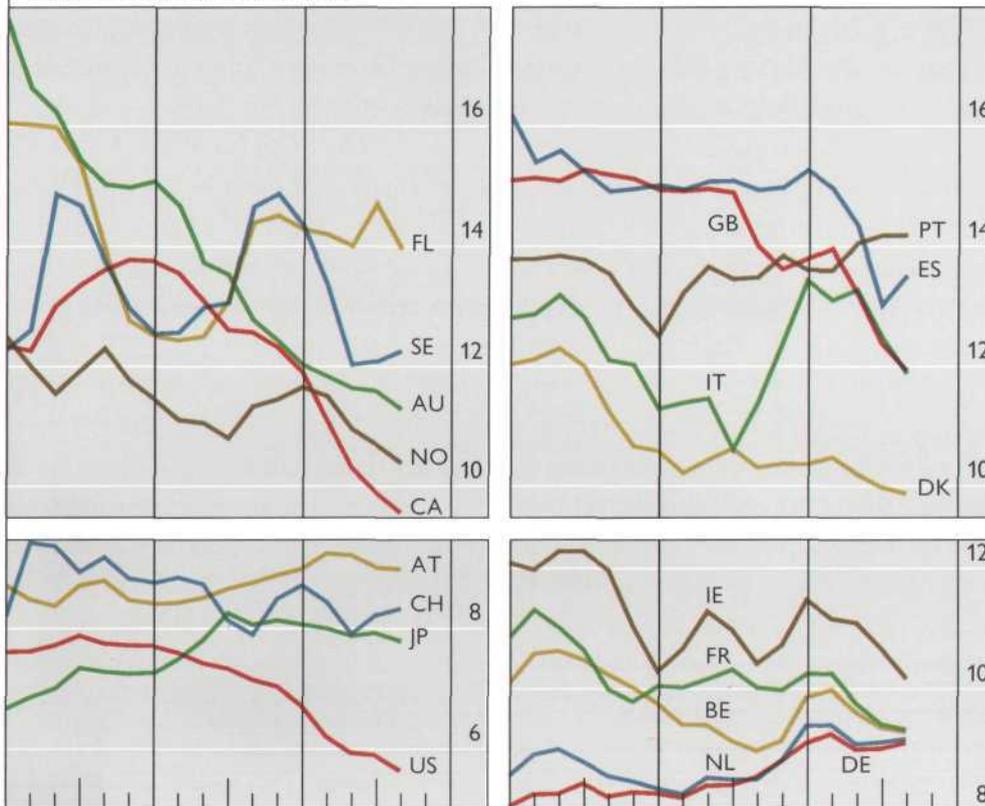
Europa occidentale

Dopo essere stata inasprita nel 1989, lo scorso anno la politica monetaria in Germania è rimasta per lo più immutata. L'aggiustamento nella Germania orientale dopo l'introduzione del *Deutsche Mark* in luglio è stato ostacolato dai rapidi aumenti salariali ivi intervenuti nonostante i bassi livelli di produttività. Nella Germania occidentale le forti pressioni della domanda sono risultate compatibili con incrementi alquanto moderati dei prezzi al consumo, grazie

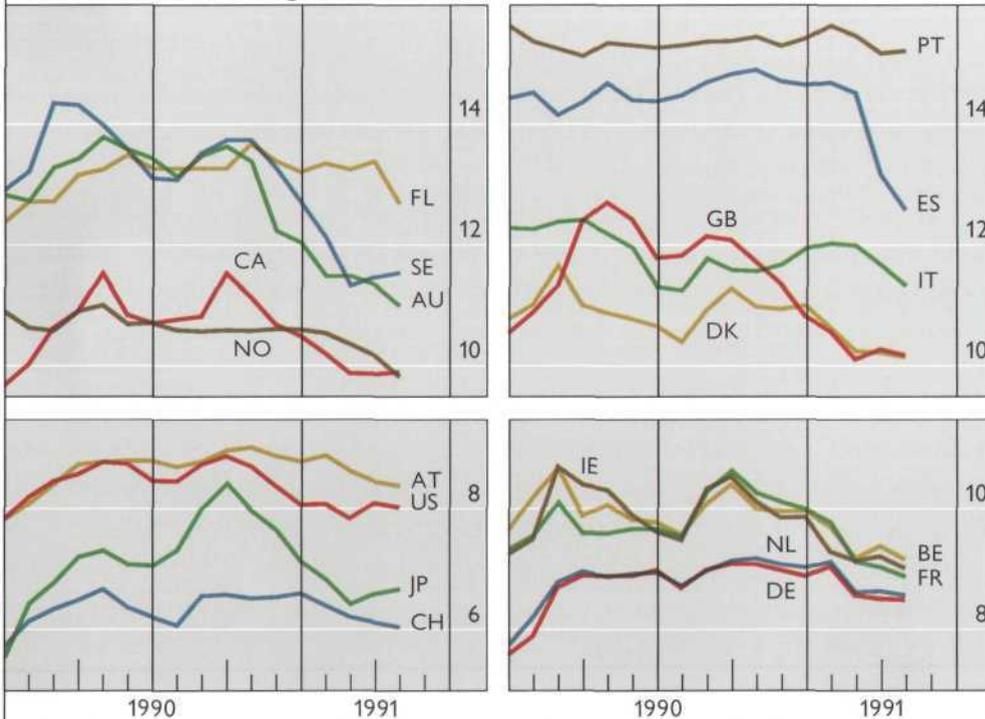
Rialzi del tasso
"Lombard"
della Bundesbank

Tassi d'interesse e rendimenti obbligazionari

tassi interbancari a tre mesi¹



rendimenti delle obbligazioni di Stato²



Nota: AT = Austria; AU = Australia; BE = Belgio; CA = Canada; CH = Svizzera; DE = Germania; DK = Danimarca; ES = Spagna; FL = Finlandia; FR = Francia; GB = Regno Unito; IE = Irlanda; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; NO = Norvegia; PT = Portogallo; SE = Svezia; US = Stati Uniti.

¹ Per Stati Uniti, Canada e Svezia, strumenti del Tesoro. ² Per la Spagna, obbligazioni del settore pubblico; per la Danimarca, tutte le obbligazioni quotate.

anche alla forza del marco e a una vigorosa crescita delle importazioni. Tuttavia, nell'ultima parte dell'anno la stabilità dei prezzi appariva minacciata dalle forti rivendicazioni salariali, dalla prospettiva di ingenti disavanzi del settore pubblico e dalla crescita monetaria in accelerazione. I tassi del mercato monetario si sono portati in prossimità del tasso "Lombard". Nel novembre 1990 e nel febbraio 1991 la Bundesbank ha aumentato quest'ultimo in due riprese.

In Francia l'accresciuta fiducia nell'impegno delle autorità alla stabilità del cambio ha fornito spazio di manovra per un certo allentamento della politica monetaria di fronte alla decelerazione dell'attività economica. Il tasso applicato dalla Banca di Francia alle sue operazioni d'asta è stato abbassato a più riprese, nell'aprile 1990, in novembre – il giorno precedente l'innalzamento del tasso "Lombard" della Bundesbank – e nel marzo di quest'anno.

In Austria e nei Paesi Bassi i tassi d'interesse a breve sono stati mantenuti strettamente allineati a quelli vigenti in Germania. Negli altri paesi partecipanti agli AEC che si attengono alla fascia di oscillazione normale (o più ristretta) dei tassi di cambio, fra gennaio e novembre 1990 i tassi di mercato a breve sono stati ulteriormente abbassati in relazione ai corrispondenti tassi tedeschi, nonostante temporanee spinte al rialzo sui differenziali derivanti dal rincaro del petrolio in estate. Nell'ultima parte del 1990 e agli inizi del 1991 i tassi a breve nella maggior parte di questi paesi sono aumentati più di quelli tedeschi. Il maggiore incremento si è avuto in Italia, dove destava una certa preoccupazione la dinamica dei salari. Tuttavia, nella primavera di quest'anno i tassi del mercato monetario hanno potuto essere abbassati in Belgio, Danimarca, Irlanda e Italia. La fiducia nelle politiche monetarie orientate al tasso di cambio si è sostanziata negli ulteriori cali fatti registrare fra la primavera del 1990 e la primavera del 1991 dai tassi a lungo termine in Francia, Belgio, Danimarca e Irlanda. In Italia i rendimenti obbligazionari hanno in parte rispecchiato un tasso d'inflazione relativamente alto ma, in presenza di ampi afflussi di capitali, essi sono rimasti inferiori in termini reali ai rendimenti offerti in Germania.

Lo scorso anno nel Regno Unito è stata mantenuta una politica di restrizione monetaria, anche quando l'economia è entrata in fase recessiva, al fine di contrastare le perduranti pressioni inflazionistiche e di permettere un miglioramento della bilancia delle partite correnti. L'adesione della sterlina agli AEC nell'ottobre scorso si è accompagnata a un abbassamento dei tassi d'interesse a breve. Ulteriori riduzioni sono state incoraggiate nel febbraio e ai primi di marzo di quest'anno, pur in presenza del vincolo posto dalla debolezza della moneta britannica nella fascia degli AEC in relazione a una forte peseta spagnola. In aprile si è avuto un ulteriore calo dei tassi del mercato monetario dopo che la sterlina era risalita all'interno della fascia di oscillazione. I rendimenti obbligazionari sono sensibilmente calati nell'imminenza dell'ingresso nel meccanismo di cambio e durante i mesi che lo hanno seguito.

In Spagna e Portogallo lo scorso anno sono state mantenute politiche di alto tasso d'interesse volte a contrastare le pressioni della domanda. Allorché la peseta è risalita verso il limite superiore della sua fascia di oscillazione allargata agli inizi del 1991, la Banca di Spagna ha contribuito a smorzare le tensioni in seno al meccanismo di cambio abbassando leggermente, in febbraio e in marzo, il suo tasso di intervento a dieci giorni. In Portogallo, nel dicembre scorso sono stati

Abbassamento del tasso di aggiudicazione della Banca di Francia

Gli andamenti negli altri paesi della CEE...

introdotti speciali vincoli di portafoglio per assorbire la liquidità bancaria divenuta strutturalmente eccessiva. La politica monetaria in Grecia ha subito un inasprimento nell'aprile e nel luglio 1990, e i tassi d'interesse sono stati mantenuti elevati, in termini sia nominali che reali, nell'intento di controllare la creazione di liquidità da parte dei settori pubblico e privato.

... in Norvegia,
Svezia...

In Norvegia nel mese di agosto è stato ridotto il tasso ufficiale per i crediti *overnight* ma i tassi del mercato monetario si sono mossi verso l'alto subito dopo l'ancoraggio della corona norvegese all'ecu in ottobre. In Svezia, in presenza di una crescente disoccupazione e di un disavanzo corrente con l'estero, nell'autunno le aspettative del mercato di una modifica del regime di cambio hanno sottoposto la corona svedese a rinnovate pressioni al ribasso. In ottobre i tassi d'interesse a breve sono stati decisamente aumentati; tuttavia, con il ristabilirsi della fiducia nei mercati valutari, agli inizi del 1991 – allorché la corona svedese è stata ancorata all'ecu – essi sono ritornati sui livelli di fine 1989.

... e Svizzera

Il recupero del franco svizzero dopo un periodo di debolezza nel 1989 ha consentito ai tassi del mercato monetario svizzero di scendere al disotto dei corrispondenti tassi tedeschi nell'autunno scorso. Anche se il franco svizzero continua a essere una valuta che fluttua autonomamente, la Banca Nazionale ha riconosciuto che la sua capacità di abbassare ulteriormente i tassi d'interesse al fine di contrastare la recessione economica era vincolata dal rischio di una perdita di fiducia nei mercati valutari, giacché un forte calo del tasso di cambio avrebbe aggravato l'inflazione.

Il ruolo degli andamenti dell'offerta di moneta, dei mercati creditizi e dei prezzi delle attività nella conduzione della politica monetaria

Andamenti della quantità di moneta e politica monetaria

In contrasto con la diffusa tendenza mostrata negli ultimi anni dalle autorità monetarie a prestare meno attenzione ai movimenti di breve periodo degli aggregati monetari, lo scorso anno l'andamento della quantità di moneta ha avuto un ruolo particolarmente importante nella conduzione e presentazione della politica monetaria negli Stati Uniti e in Germania.

Anche se la Riserva federale aveva continuato a fissare un obiettivo per M_2 , era opinione diffusa che essa attribuisse meno rilevanza al ruolo di tale aggregato come obiettivo intermedio, anche a causa delle incertezze associate al comportamento dinamico della domanda di attività in esso comprese. Nondimeno, la Riserva federale ha giudicato che il rallentamento della crescita di M_2 dal settembre 1990 fosse da interpretare come un'indicazione del fatto che l'attività economica stava decelerando più bruscamente del previsto. I tassi di incremento su base annua di M_2 nell'ultima parte del 1990 erano paragonabili soltanto a quelli registrati in condizioni di severa stretta monetaria negli anni sessanta e si situavano ben al disotto dei valori che ci si sarebbe potuto attendere in presenza di tassi d'interesse calanti. La lenta crescita di M_2 era inoltre congruente con altri segni di un ulteriore inasprimento delle condizioni di offerta dei crediti bancari, considerato come un fattore che poteva ritardare la ripresa dell'economia. In rapporto ai tassi d'interesse di mercato le condizioni offerte sui depositi inclusi in M_2 hanno perso di attrattiva, in conseguenza della maggiore riluttanza e minore

Rallentamento
della crescita
monetaria
come indicatore
delle condizioni
creditizie
negli Stati Uniti

Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi di crescita							
Paesi e aggregati ¹		Obiettivo ² per l'anno		Espansione monetaria o creditizia			
				periodo conside- rato ³	variazione su quattro trimestri ⁴		
		1990 ⁵	1991 ⁵	1990 ⁵	1989 I	1990 I	1991 I
in percentuale							
Stati Uniti	M ₂	3-7	2 ¹ / ₂ -6 ¹ / ₂	3,9	4,2	5,7	3,2
	M ₃	2 ¹ / ₂ -6 ¹ / ₂	1-5	1,8	5,5	3,3	2,1
	TDND	5-9	4 ¹ / ₂ -8 ¹ / ₂	6,9	9,0	7,4	6,4
Giappone	M ₂ + CD	ca. 11	ca. 4	10,0	10,2	11,6	5,9
Germania	M ₃ ⁶	4-6	4-6	5,5	6,9	4,3	-
Francia	M ₂	3 ¹ / ₂ -5 ¹ / ₂	-	-0,7	3,8	3,2	0,1 ⁷
	M ₃ ⁷	-	5-7	7,8	7,9	9,5	7,5
Regno Unito	M0	1-5	0-4	2,7	6,8	5,7	2,9
	M ₄	-	-	9,9	18,0	18,9	10,5
Italia	M ₂	6-9	5-8	9,6	9,8	10,3	9,1
	CSNS	12	10	15,4	17,5	17,2	12,8
Danimarca	DMC	-	4-7	-	n.d.	n.d.	n.d.
Spagna	ALP	6 ¹ / ₂ -9 ¹ / ₂	7-11	11,3	12,5	9,3	13,2
Portogallo	L-	ca. 12	ca. 12	11,6	17,4	8,6	12,9
Grecia	M ₃	19-21	14-16	14,6	23,1	22,0	n.d.
Svizzera	MBC	2	1	-2,6	-8,8	-3,4	0,1
Canada	M ₂	-	-	-	12,3	13,4	8,4

¹ TDND = indebitamento totale dei settori interni non finanziari; M0 = base monetaria ampia; CSNS = credito al settore non statale; DMC = creazione interna di moneta in corone tramite il sistema bancario; ALP = attività liquide nelle mani del pubblico (inclusi i certificati di trasferimenti di attività); L- = liquidità totale detenuta da operatori residenti non finanziari; MBC = moneta della banca centrale. ² Per TDND negli Stati Uniti, intervallo di valori orientativo; per M₂ + CD in Giappone, proiezione; per L- in Portogallo, direttrici di crescita. ³ Calcolato sulla stessa base dell'obiettivo. ⁴ Sulla base di medie trimestrali. ⁵ Da quarto trimestre a quarto trimestre per Stati Uniti, Giappone (nel 1991 da secondo trimestre a secondo trimestre), Germania, Francia, Danimarca e (per il 1990) Svizzera. Da dicembre a dicembre per Italia, Spagna, Portogallo e Grecia. Per il Regno Unito, periodi di dodici mesi terminanti nel marzo dell'anno successivo. La cifra relativa al 1991 per la Svizzera rappresenta soltanto una direttrice di crescita di lungo periodo. ⁶ Per il 1989 e 1990, Germania occidentale; per il 1991, compresa la Germania orientale. ⁷ Nuova definizione.

Fonti: statistiche nazionali.

capacità delle banche e delle casse di risparmio di espandere i loro bilanci. Al tempo stesso vi è stata la tendenza, da parte dei depositanti, a riallocare attività comprese in M₂ in titoli del Tesoro e altri strumenti diversi dai depositi, la quale ha rispecchiato una "fuga verso la qualità" in una situazione ben pubblicizzata di chiusure di istituzioni di risparmio, di perdite da parte dei fondi di assicurazione dei depositi e di problemi nel portafoglio crediti di talune banche commerciali. La liquidazione di attività delle casse di risparmio e il rallentamento degli impieghi bancari hanno avuto un notevole impatto sulla crescita della componente di M₃ costituita dalle "passività amministrate". I maggiori collocamenti presso i fondi comuni di investimento e il forte aumento del circolante hanno contribuito in misura più che proporzionale all'espansione di questo aggregato nel 1990.

Lo scorso anno in Germania la fissazione di obiettivi di crescita monetaria ha continuato a fornire un quadro di orientamento di medio periodo per la politica monetaria, nonostante le incertezze connesse alla riunificazione del paese.

Obiettivi
in termini
di aggregati
monetari
e unificazione
tedesca

Sino alla fine del 1990 l'obiettivo della Bundesbank è stato espresso in termini di M_3 per la Germania occidentale, data la difficoltà di interpretare le grandezze monetarie per l'ex RDT. La crescita complessiva del 15% della quantità di moneta in senso lato risultante dall'introduzione del *Deutsche Mark* nella Germania orientale nel mese di luglio è parsa elevata in rapporto all'incremento del 10% del PNL nominale per l'area allargata dell'unione monetaria. Tuttavia, nella Germania orientale i saldi monetari sono stati successivamente ridotti con una redistribuzione dei portafogli che ha sfruttato la più ampia gamma disponibile di attività finanziarie non monetarie. Nonostante le notevoli incertezze insite nel valutare il potenziale di crescita e gli andamenti prospettici della velocità di circolazione della moneta nella Germania orientale, per il 1991 è stato fissato un obiettivo in termini di quantità di moneta per l'intero paese. Esso assume un tasso invariato del 2% come parametro precettivo di incremento dei prezzi. Nel 1990 la crescita della moneta si è mantenuta entro i valori di obiettivo, ma la sua netta accelerazione verso la fine dell'anno ha rafforzato gli argomenti a favore di un aggiustamento della politica monetaria agli inizi del 1991.

Andamento
degli aggregati
monetari
in Giappone ...

La Banca del Giappone ha indicato gli elevati tassi di crescita di M_2+CD come uno dei fattori alla base degli aumenti del saggio di sconto decisi nel 1990. Il rallentamento mostrato da tale grandezza nel prosieguo dell'anno è stato in parte il riflesso dell'intonazione restrittiva della politica monetaria. Tuttavia, negli ultimi anni l'andamento dell'aggregato è stato influenzato da ricomposizioni dei portafogli di attività, facilitate dalla liberalizzazione dei tassi d'interesse sui depositi a scadenza. Uno spostamento *una tantum* di disponibilità delle famiglie dai conti a risparmio postali, compresi in M_3 , verso forme di deposito deregolate facenti parte di M_2+CD sembra aver contribuito alla temporanea impennata (rispecchiata nelle proiezioni della Banca del Giappone) dei tassi di crescita di quest'ultimo aggregato sul quarto trimestre, saliti a valori intorno all'11-13% nel secondo e terzo trimestre del 1990.

... Francia ...

In Francia, il calo nella crescita di M_2 al disotto del limite inferiore della fascia-obiettivo, lo scorso anno, va attribuito principalmente a fattori straordinari. Fra essi figurano: l'espansione dei fondi di investimento del mercato monetario assieme a uno spostamento dei portafogli di tali fondi verso *commercial paper* e buoni del Tesoro, le emissioni all'estero di certificati di deposito in franchi francesi da parte delle banche per eludere gli obblighi di riserva e una riallocazione di disponibilità delle famiglie in favore di un programma speciale di risparmio previdenziale introdotto all'inizio dell'anno. La Banca di Francia ha reagito abbassando i coefficienti di riserva sui depositi vincolati e a risparmio e ridefinendo gli aggregati. L'obiettivo per il 1991 si applica a una nuova definizione ampia di M_3 comprendente le passività dei fondi di investimento a breve. Poiché M_3 include attività remunerate a tassi di mercato, esso è meno sensibile ai tassi d'interesse che non il vecchio aggregato M_2 e può quindi essere maggiormente indicativo della dinamica del PIL nominale. L'obiettivo di M_3 per il 1991 è ritenuto coerente con quello fissato per M_2 nel 1990. E' stata inoltre formulata una nuova serie di aggregati degli strumenti di risparmio non liquidi delle famiglie (P1, P2 e P3) a integrazione degli aggregati monetari e per facilitare la sorveglianza del nesso intercorrente fra questi e il debito totale interno.

La decelerazione nella crescita di M_0 e M_4 nel Regno Unito ha rispecchiato

la piú debole dinamica della spesa in consumi e della domanda di credito del settore privato. In Italia, nel 1990 l'espansione di M_2 ha leggermente oltrepassato il limite superiore dell'intervallo di valori programmato. L'abbassamento della fascia-obiettivo per il 1991 rispecchia l'intento di condurre l'inflazione su livelli piú prossimi a quelli presenti negli altri paesi aderenti agli AEC. Se l'incremento di ALP (attività liquide detenute dal pubblico) in Spagna è corretto per tener conto dei disinvestimenti in titoli di enti locali precedentemente agevolati sul piano fiscale, esso pare essere rimasto in linea con la fascia prefissata per il 1990. Tuttavia, i massimali al credito bancario hanno indotto una forte crescita delle emissioni di *commercial paper* e di conseguenza per quest'anno è stato posto un obiettivo separato per l'espansione di ALP con l'aggiunta di tale strumento. In Danimarca è stato annunciato per la prima volta un obiettivo in termini di creazione interna netta di moneta in corone attraverso il sistema bancario. La Banca nazionale danese considera che il suo spazio di manovra sia sufficiente a consentirle di impiegare la politica del tasso d'interesse per influenzare l'espansione del credito. Nei Paesi Bassi, benché lo scorso anno non fosse operante alcun obiettivo monetario, la Nederlandsche Bank ha rinegoziato con le banche un accordo che prevede l'impiego di vincoli quantitativi qualora divenisse necessario controllare la creazione interna di liquidità da parte delle banche.

... Regno Unito,
Italia e Spagna

Gli obiettivi di espansione monetaria e creditizia hanno assunto una certa importanza nell'attuazione del coordinamento delle politiche nell'ambito della Comunità europea. Almeno per il momento, non si ritiene generalmente che l'innovazione finanziaria e la mobilità internazionale dei capitali precludano l'impiego di aggregati monetari nazionali come variabili informative e come mezzi d'ausilio per valutare la coerenza d'insieme delle politiche. Alti tassi programmati di espansione monetaria e creditizia e difficoltà nel conseguire gli obiettivi monetari sono fenomeni eminentemente caratteristici dei paesi con elevata inflazione.

Aggregati
monetari
nel coordi-
namento
delle politiche
della CEE

La Banca nazionale svizzera, pur attribuendo il forte scostamento per difetto della crescita monetaria dal suo obiettivo per il 1990 piú all'orientamento restrittivo della politica monetaria che non all'innovazione finanziaria, si è astenuta dal fissare un valore programmatico per quest'anno. Essa ha annunciato che considerava un tasso di crescita dell'1% della moneta della banca centrale compatibile con la stabilità dei prezzi nel medio periodo e che intendeva portare la crescita di tale aggregato – negativa nel 1990 – piú in linea con l'obiettivo a medio termine. Tuttavia, il controllo dell'inflazione nel breve periodo ha richiesto politiche di tasso d'interesse tese ad evitare un forte deprezzamento del franco svizzero. Dato il vincolo del cambio, appariva improbabile il conseguimento del valore programmato per la crescita della moneta della banca centrale nell'arco di un solo anno.

Obiettivo
a medio termine
in Svizzera

In Canada, lo scorso anno i tassi di espansione di M_2 e M_2+ , nonostante l'impulso espansivo derivante dal disinvestimento di buoni di risparmio di Stato, si sono ridotti di riflesso al rallentamento della spesa totale nell'economia. Nell'intento di influenzare le aspettative di prezzo mediante una chiarificazione degli obiettivi finali della politica monetaria, nel febbraio 1991 la Banca del Canada e il Ministro delle Finanze hanno annunciato un sentiero programmatico esplicito di

Annuncio
di valori-obiet-
tivo per l'infla-
zione in Canada

abbattimento dell'inflazione. Sono state fissate fasce-obiettivo con valori mediani di 3, 2¹/₂ e 2% per l'aumento su dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo (esclusa la componente a forte variabilità dei prodotti alimentari e dell'energia) rispettivamente per la fine del 1992, la metà del 1994 e la fine del 1995. A tali valori fa riscontro un tasso d'inflazione del 6,8% nel gennaio 1991, dopo l'introduzione di un'imposta generale sulle vendite.

Andamenti dei mercati creditizi e politica monetaria

Il dibattito a riguardo del fenomeno di "credit crunch" negli Stati Uniti, nonché gli sforzi della Riserva federale per contrastarne gli effetti sull'economia mediante un abbassamento dei tassi d'interesse, hanno richiamato l'attenzione sull'interpretazione degli sviluppi nei mercati creditizi e sulla loro interazione con la politica monetaria.

Condizioni
creditizie
negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti la crescita delle attività delle istituzioni raccoglitrici di depositi verso il settore privato è andata progressivamente rallentando, lo scorso anno, fino a diventare negativa nell'ultima parte del 1990 e agli inizi del 1991. Se da un lato una contrazione della domanda di credito e un inasprimento delle condizioni di offerta sono tipici dei periodi di recessione, gli episodi di "credit crunch" in passato erano dovuti essenzialmente all'incapacità delle banche di deposito di competere nella raccolta di fondi allorché la stretta monetaria spingeva i tassi di mercato al di sopra della soglia fissata dalla "Regulation Q" per i depositi vincolati e a risparmio. L'ultimo dei restanti massimali è stato abolito nel 1986. Lo scorso anno, per contro, i fallimenti di casse di risparmio e la ridotta capacità delle banche di espandere le attività a rischio hanno chiaramente costituito un fattore determinante. Le perdite di valore subite dalle attività hanno eroso la consistenza del patrimonio, depresso i corsi delle azioni bancarie e accresciuto i premi per il rischio richiesti alle banche sui mercati dei depositi e degli strumenti debitori (Capitolo V). Anche se da tempo era matura una reazione alla precedente eccessiva esposizione verso particolari settori, sono gradualmente emersi timori che la stretta creditizia delle banche avrebbe colpito anche i mutuatari con buona affidabilità di credito. Nel maggio 1990 il Presidente del Consiglio della Riserva federale, il Presidente della Federal Deposit Insurance Corporation e il Comptroller of the Currency hanno preso l'inconsueta iniziativa di un incontro con i rappresentanti delle banche per chiarire che la politica di vigilanza non era intesa a impedire l'erogazione di nuovi crediti. Una considerazione primaria alla base del successivo allentamento della politica del tasso d'interesse è stata la presenza di condizioni di offerta di credito eccezionalmente tese che minacciavano di aggravare e protrarre la recessione economica. In dicembre è stato azzerato il coefficiente di riserva sui depositi a scadenza non di persone fisiche, al fine di alleviare le pressioni sui profitti e sulle posizioni concorrenziali delle banche.

Segni di inasprimento dell'offerta di credito bancario

L'indagine periodica sulle pratiche creditizie condotta dalla Riserva federale presso i dirigenti bancari preposti alla concessione dei fidi indicava un progressivo inasprimento dei parametri selettivi e dei termini contrattuali, di prezzo e non (come garanzie reali e importo del credito), applicati ai prestiti e alle aperture di credito per finanziamenti alle imprese non collegati a operazioni di fusione. In seguito venivano segnalate condizioni più stringenti anche per i crediti

Crescita del credito bancario al settore privato ¹								
Paesi	Massimo 1972-73	Minimo 1974-75	Massimo 1978-80	Minimo 1982-84	1987	1988	1989	1990
	dicembre su dicembre, in percentuale							
Stati Uniti	17,6	4,8	15,4	3,1	10,2	9,6	4,0	-0,6
Giappone	25,7	12,0	10,1	8,7	11,2	10,9	11,6	9,2
Germania ²	16,0	5,2	12,1	5,4	3,4	5,4	7,3	7,6
Francia	24,6	11,0	14,5	7,4 ³	12,8	11,8	10,9	11,0
Regno Unito	30,8	5,3	19,2 ⁴	16,5	19,0	24,8	21,2	13,9
Italia	19,4	9,9	22,9	9,6	8,7	17,0	20,8	16,6
Canada	24,7	15,7	21,4	-4,7	13,0	13,0	13,3	8,2
Spagna	25,8	22,1	17,3	4,3	15,3	17,6	17,6	10,1
Paesi Bassi	27,8	12,2	22,1	2,8	2,9	8,6	6,6	6,3
Belgio	15,5	13,0	15,4	2,8	8,6	13,3	16,6	8,7 ⁵
Svizzera	11,1	4,3	12,2	3,7	10,2	12,8	15,2	8,8
Australia	35,1 ⁶	10,5 ⁶	17,0 ⁶	10,9 ⁶	20,0	24,0	15,6	7,2
Svezia	11,7	11,0	11,7	7,8	9,6	18,6	9,4	3,6
Danimarca ⁷	15,3	2,4	10,6	10,6	10,3	-3,2	10,0	11,5
Finlandia	..	..	18,7	16,1	17,2	29,1	14,8	10,2
Norvegia	..	..	..	13,3	16,8	7,6	5,5	3,0
Portogallo	32,7	11,2	27,0	19,8	3,6	7,1	5,4	31,8

¹ Compreso il credito erogato dalle casse di risparmio e dalla banca centrale. ² Germania occidentale. ³ 1986. ⁴ 1982. ⁵ Dodici mesi terminanti a settembre. ⁶ Dodici mesi terminanti a giugno. ⁷ Esclusi i mutui ipotecari.

Fonti: statistiche nazionali e stime BRI.

ipotecari residenziali (in ottobre) e per i crediti al consumo (nel gennaio 1991), aree in cui una rapida espansione degli impieghi delle banche aveva compensato la contrazione dell'attività degli istituti di risparmio.

Il settore delle costruzioni di fabbricati commerciali e di complessi residenziali plurifamiliari, fortemente dipendente dal finanziamento delle banche e delle casse di risparmio, è stato chiaramente il più colpito dalla situazione di stretta creditizia. Nel quarto trimestre 1990 i prestiti delle banche statunitensi all'edilizia e allo sviluppo urbanistico sono calati di oltre il 20% in ragione annua. Gli investimenti in uffici e altri stabili non residenziali ammontano a solo l'1% circa del PNL. Tuttavia, dato che gli immobili commerciali esistenti rappresentano un'ampia quota dello stock di attività finanziate dalle banche, il forte calo del loro valore potrebbe comportare considerevoli perdite su crediti.

L'espansione dei mercati dei titoli emessi a fronte di prestiti ipotecari e dei crediti al consumo "cartolarizzati" ha consentito di soddisfare ulteriormente la domanda di finanziamento delle famiglie, mentre soltanto le imprese con elevato merito di credito hanno potuto far ricorso al mercato della *commercial paper* o ad altre forme di finanziamento a breve. L'ampliamento dello scarto positivo rispetto ai tassi dei titoli del Tesoro, pagato dai mutuatari primari nei mercati obbligazionari e della *commercial paper*, pare essere stato contenuto in base ai parametri delle precedenti fasi recessive, ma si sono moltiplicati i declassamenti di imprese non finanziarie in termini di *rating* ed è aumentato il "premio" applicato alle obbligazioni societarie a più elevato rischio. L'espansione dell'indebitamento totale del settore privato non finanziario, che era proceduta a ritmi

Condizioni
dell'offerta
di credito
in altri paesi

sostenutissimi dal 1983, sopravanzando di molto la crescita del PNL, è progressivamente rallentata durante il 1990. L'aumento per l'intero anno, pari al 5,3⁰%, è il piú basso registrato negli ultimi venticinque anni per un periodo di dodici mesi.

Lo scorso anno, negli altri paesi la restrizione generalizzata del credito da parte dei prestatori non è divenuta un importante fattore di preoccupazione per le autorità monetarie. Gli sforzi compiuti dalle banche per migliorare le loro posizioni patrimoniali non sembrano avere avuto un impatto rilevante sui prestiti al settore interno non bancario nel 1990, anche in quei paesi in cui le banche hanno subito una compressione dei profitti. Un certo inasprimento selettivo delle condizioni dei crediti bancari in Canada, Australia e Regno Unito per talune categorie di prestiti all'edilizia ha rappresentato principalmente una reazione alla sovrabbondanza di costruzioni. In certi paesi i problemi incontrati dalle istituzioni finanziarie non bancarie possono aver ostacolato l'offerta di credito ad alcuni mutuatari non di primissimo ordine. Nondimeno, la lentezza con cui i tassi attivi bancari hanno reagito ai tassi di mercato poteva essere per lo piú considerata come un normale fenomeno ciclico. In Finlandia, nell'abbassare progressivamente le riserve obbligatorie di liquidità si è tenuto conto specificatamente delle pressioni sulle posizioni reddituali delle banche e del rallentamento dei loro impieghi. In Svezia tali obblighi di riserva per le banche e le società di finanziamento sono stati allentati in due successive riprese, nel dicembre 1990 e nel marzo 1991. In Norvegia lo scorso anno le perdite su crediti hanno contribuito in misura sostanziale alla minore crescita dei prestiti bancari. Le banche centrali di diversi paesi, fra cui Regno Unito, Giappone, Australia e Norvegia, hanno fatto osservare che la situazione patrimoniale delle banche potrebbe richiedere nei prossimi anni un approccio cauto nell'erogazione di credito da parte di talune di queste istituzioni.

Indebolimento
della domanda
di credito

In molti paesi si è osservato un netto rallentamento nella crescita delle attività delle istituzioni di deposito verso il settore privato nel corso del 1990, particolarmente verso la fine dell'anno, e nei primi mesi del 1991, allorché si è allentata la domanda di credito parallelamente a un inatteso brusco indebolimento dell'economia all'epoca della guerra del Golfo. La decelerazione nell'espansione del credito è stata alquanto moderata in Giappone, nei Paesi Bassi e in Italia, mentre è apparsa particolarmente marcata in un gruppo di paesi – comprendente Regno Unito, Svezia, Australia, Finlandia e, in minor misura, Canada – che negli ultimi anni aveva vissuto un *boom* del credito in un contesto di deregolamentazione e innovazione finanziaria. In questi paesi il calo della domanda di finanziamenti collegati a fusioni societarie, di prestiti per l'edilizia abitativa e di crediti al consumo, dopo il forte aumento del grado di leva finanziaria delle imprese e/o dell'incidenza del servizio del debito nel settore famiglie negli ultimi anni ottanta, potrebbe essere riguardato come una correzione di tendenze non piú sostenibili. In Germania e in Francia il credito al settore delle imprese ha continuato a espandersi vigorosamente.

Il rallentamento nella crescita del credito è stato considerato nella maggior parte dei casi come una risposta a politiche di restrizione monetaria volte a contrastare le pressioni della domanda aggregata o i persistenti alti tassi d'inflazione. Per gran parte del 1990 i tassi d'interesse a breve sono rimasti assai elevati, in termini sia nominali sia reali, in molti dei paesi in cui è sensibilmente

Crescita dei crediti bancari al settore privato in base alla destinazione ¹									
Paesi	Prestiti a imprese ²			Prestiti per abitazioni ³			Prestiti personali ⁴		
	1983-88 media	1989	1990	1983-88 media	1989	1990	1983-88 media	1989	1990
	dicembre su dicembre, in percentuale								
Stati Uniti	8,7	6,1	1,1	15,2	13,3	10,0	10,7	5,9	0,9
Giappone	8,1	8,2	5,3	20,7	27,7	3,4	13,6	21,8	12,6
Germania	4,8	8,5	9,0	5,4	5,3	4,6	6,5	9,0	9,2
Francia	8,3	14,2	12,5 ⁵	9,2	8,2	9,8 ⁵	27,6	15,4	9,1 ⁵
Regno Unito	19,3	30,9	9,3	14,8	17,0	12,8	18,4	15,3	8,2
Italia	18,2	22,3	15,3	-	-	-	18,2	24,0	26,8
Canada	3,1	11,1	3,9	18,0	18,4	14,3	12,2	10,7	5,4
Svezia	17,7	34,5	14,3	-	-	-	16,8	6,1	2,8

¹ Per la Francia, sistema creditizio; per gli altri paesi, unicamente banche. ² Per gli Stati Uniti, crediti commerciali e industriali. ³ Per Stati Uniti e Giappone, prestiti immobiliari; per la Francia, compresi i crediti per lo sviluppo della proprietà immobiliare. ⁴ Per Giappone, Italia e Svezia, compresi i prestiti per abitazioni. ⁵ Dodici mesi terminanti a settembre.

Fonti: statistiche nazionali e stime BRI.

diminuita l'espansione del credito. In Spagna e Portogallo, dove sono state in vigore sino alla fine del 1990 restrizioni quantitative ai prestiti bancari al settore privato, si è avuta una certa moderazione nella crescita dei crediti sull'interno a partire da metà anno. In Giappone le linee orientative stabilite dalla banca centrale (note come "window guidance") hanno contribuito a contenere la crescita degli impieghi bancari. Il netto rallentamento dei prestiti immobiliari è stato il riflesso dell'invito rivolto alle banche dalle autorità a limitare l'aumento di tali crediti in rapporto all'espansione dei finanziamenti complessivi.

Nella maggior parte dei paesi l'incremento del credito interno al settore privato, sebbene in calo nel 1990, è rimasto considerevole in rapporto alla crescita del PNL nominale e rispetto all'espansione registrata in precedenti periodi di recessione. In molti casi quest'ultimo raffronto va interpretato alla luce dei tassi d'inflazione relativamente bassi e dei miglioramenti conseguiti negli ultimi anni dalle imprese in termini di capacità di autofinanziamento. Inoltre, nei paesi con tassi d'interesse relativamente alti, lo scorso anno si è avuta un'ulteriore espansione del finanziamento all'estero o di altri tipi di credito non rispecchiati dagli indicatori riportati nella tabella, come i prestiti in valuta ottenuti all'estero dai residenti norvegesi e portoghesi, i crediti in valuta rifinanziati all'estero dalle banche interne in Svezia e l'emissione di *commercial paper* in Spagna. La raccolta di fondi all'estero è stata scoraggiata in Portogallo dall'obbligo di deposito infruttifero introdotto nel 1990, mentre in Spagna un siffatto vincolo istituito precedentemente è rimasto in vigore fino al marzo 1991.

Prezzi delle attività e politica monetaria

Le inquietudini sorte in alcuni paesi a riguardo della rarefazione del credito e della fragilità finanziaria, connesse ai cali subiti dai prezzi delle attività dopo i fortissimi rincari negli anni ottanta, sollevano la questione più generale dell'azione che le autorità monetarie possono o dovrebbero intraprendere per influenzare il comportamento di tali prezzi. Talvolta la politica monetaria è stata vincolata o

Implicazioni per la politica monetaria dei movimenti nei prezzi delle attività

indotta a modificare il proprio corso da movimenti dei prezzi delle attività che parevano destinati a ripercuotersi sull'economia. Un esempio notevole a tale riguardo è costituito dalla crisi borsistica del 1987. In taluni paesi, come il Giappone, la dimensione stessa dell'aumento di valore delle attività reali e finanziarie nel corso degli anni ottanta pare aver accresciuto il ruolo dei prezzi delle attività nel meccanismo di trasmissione. In certa misura i movimenti dei prezzi in parola sono stati considerati come un indicatore della dinamica futura dell'inflazione o dell'attività economica.

L'effetto di ricchezza nel meccanismo di trasmissione

In numerosi paesi la politica monetaria tiene conto da tempo dei vari effetti prodotti dai movimenti dei prezzi delle attività sul risparmio, sugli investimenti e sull'allocazione delle risorse. L'effetto di ricchezza sui consumi, in particolare, è tradizionalmente considerato come un fattore importante nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. In pratica la sua rilevanza dipende dal modo in cui i prezzi delle attività reagiscono alla manovra monetaria, dall'elasticità della spesa delle famiglie rispetto alla ricchezza, e dalla consistenza di quest'ultima. L'effetto di ricchezza sarà verosimilmente maggiore laddove la disponibilità di credito garantito dal valore patrimoniale delle attività consente alle famiglie di realizzare guadagni di capitale senza vendere le attività stesse, come è avvenuto negli ultimi anni per la proprietà residenziale negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone.

In taluni paesi nella seconda metà degli anni ottanta la ricchezza netta delle famiglie, espressa in rapporto al PNL, è cresciuta assai rapidamente, in parte per effetto dei guadagni di capitale sulle attività detenute, segnatamente sugli immobili residenziali in Giappone e nel Regno Unito e sui portafogli azionari in Francia. Negli Stati Uniti tale rapporto è cresciuto assai poco durante gli anni ottanta, poiché l'aumento delle attività in relazione al PNL è stato in parte controbilanciato dalla crescita delle passività finanziarie. In Giappone il rapporto fra la ricchezza delle famiglie e il PNL è salito da 3,9 nel 1985 a 5,8 nel 1989, il che comporta guadagni di capitale medi annui equivalenti al 50% del PNL nell'arco di

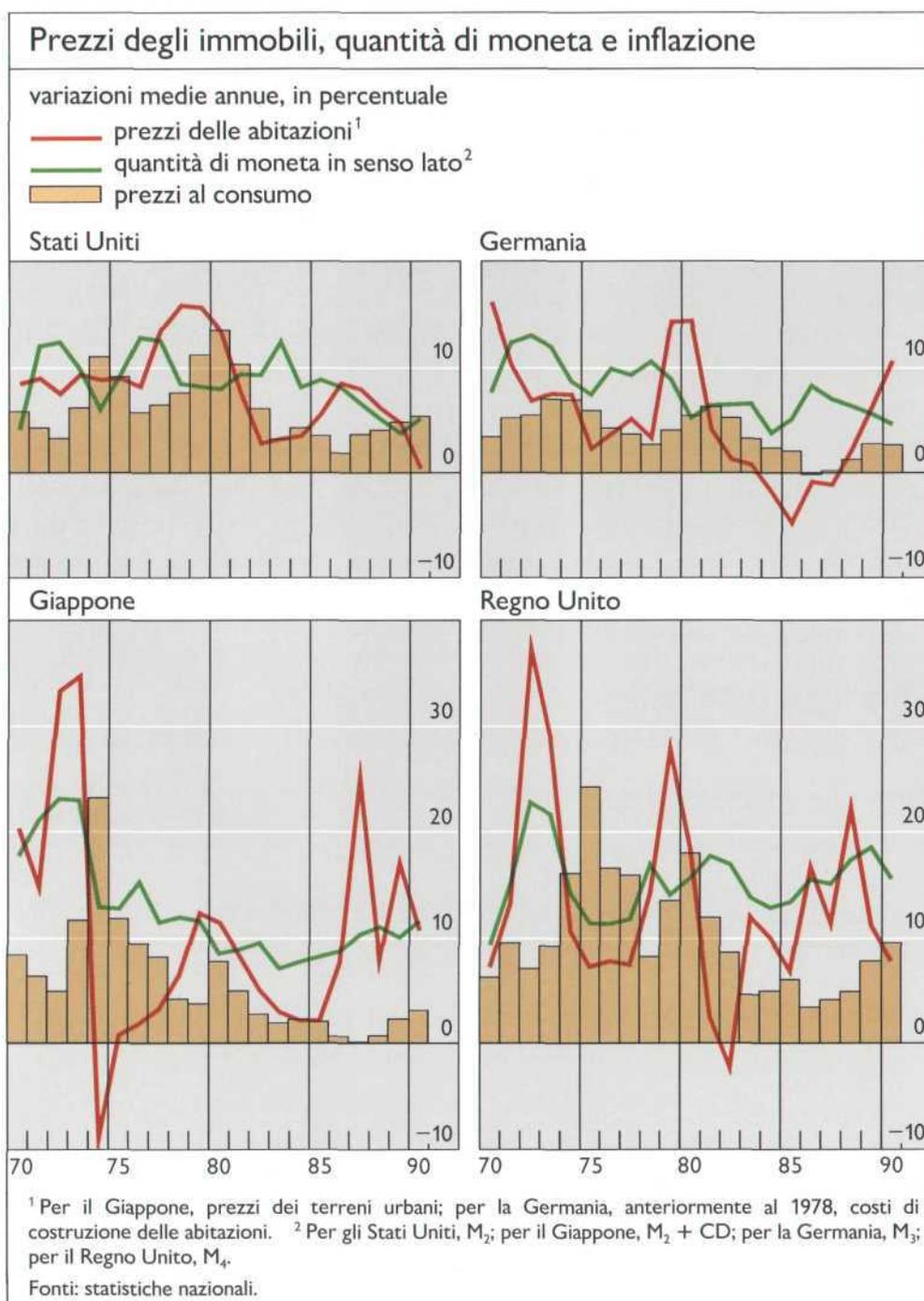
Ricchezza delle famiglie in relazione al PNL/PIL							
Voci e paesi	1979	1984	1985	1987	1989	1979-84	1984-89
	rapporto fra ricchezza e PNL/PIL					variazioni percentuali del rapporto, in ragione annua	
Attività totali nette*							
Stati Uniti	3,10	3,09	3,17	3,24	3,32	-0,1	1,4
Giappone	3,38	3,85	3,87	5,11	5,75	2,6	8,3
Regno Unito	3,03	3,14	3,22	3,61	4,16	0,6	5,8
Attività finanziarie nette							
Stati Uniti	1,70	1,80	1,88	1,87	1,96	1,1	1,7
Giappone	0,88	1,08	1,12	1,35	1,67	4,4	9,1
Regno Unito	0,85	1,16	1,20	1,30	1,43	6,2	4,3
Germania	0,88	1,04	1,09	1,10	1,13	3,4	1,7
Francia	0,61	0,64	0,70	0,79	1,02	1,0	9,8
Italia	0,80	0,95	1,05	1,18	1,24	3,5	5,3

* Attività reali e finanziarie al netto delle passività finanziarie.
 Fonti: statistiche nazionali.

tale periodo. Benché le plusvalenze di capitale sugli immobili possano in parte essere considerate come redistribuzione di ricchezza, la forte crescita dei consumi in Giappone dalla metà degli anni ottanta e l'inasprimento della politica monetaria giapponese dal 1989 possono essere meglio compresi alla luce dell'enorme aumento della ricchezza delle famiglie.

Le variazioni dei corsi azionari influenzano gli investimenti in ragione della loro diretta incidenza sul costo della raccolta di nuovo capitale di rischio da parte delle imprese non finanziarie. Di recente tuttavia l'attenzione si è maggiormente concentrata su un effetto indiretto, ossia sull'impatto di un accresciuto costo del reperimento di nuovi mezzi di capitale sulle posizioni patrimoniali delle banche, e quindi sulla loro disponibilità a erogare credito. La forte caduta dei prezzi delle

L'influsso
dei corsi azionari



azioni giapponesi lo scorso anno ha ridotto i guadagni di capitale virtuali sui portafogli azionari delle banche – una componente del patrimonio di classe 2 nel quadro dell'accordo di Basilea – e ha indebolito i mercati delle azioni e degli strumenti derivati. Tuttavia, il calo delle quotazioni azionarie può essere visto come complementare agli sforzi della Banca del Giappone per conseguire una restrizione creditizia.

I prezzi delle attività come indicatori dell'inflazione

Nella misura in cui i prezzi delle attività reagiscono alla politica monetaria più rapidamente dei prezzi dei beni e servizi, essi possono servire da indicatore anticipatore delle variazioni del livello generale dei prezzi. Tuttavia, i prezzi delle attività reagiscono anche ad altri fattori, e i loro movimenti erratici sono spesso di difficile interpretazione. In molti paesi il forte rincaro degli immobili residenziali negli anni settanta era chiaramente associato alla situazione di eccessiva liquidità cui fece seguito un'impennata dell'inflazione. Ciò è bene illustrato, nel grafico che precede, dagli andamenti relativi a Stati Uniti, Giappone e Regno Unito. Tuttavia, tale nesso non è facilmente individuabile per i forti rincari degli immobili negli anni ottanta. Negli Stati Uniti e in Giappone la recente ascesa dei prezzi dei terreni si è concentrata in determinate aree geografiche, e ciò fa ritenere che su di essa abbiano influito fattori specifici più che le condizioni monetarie generali. In Germania l'incremento complessivo dei prezzi dei terreni dal 1982 circa è stato alquanto moderato. D'altra parte, in alcuni altri paesi, fra cui il Regno Unito, appare chiaro che i rincari delle abitazioni erano collegati a condizioni monetarie e creditizie distese e preconizzavano un'accelerazione dell'inflazione.

I prezzi delle attività come vincolo alla politica monetaria

I forti cali dei prezzi immobiliari e il connesso deterioramento qualitativo del portafoglio prestiti di talune banche hanno costituito un fattore importante alla base della stretta nell'offerta di credito negli Stati Uniti. Per contro, in altri paesi lo scorso anno questi cali non hanno influito in maniera significativa sulla politica monetaria. In molti di essi le banche sono entrate nella fase di recessione con situazioni patrimoniali alquanto solide, grazie, in alcuni casi, agli sforzi compiuti negli ultimi anni dalle autorità per incoraggiare un miglioramento in questo ambito (Capitolo V). Anche nei paesi in cui l'azione volta a migliorare le posizioni patrimoniali potrebbe condizionare l'espansione del credito bancario in un prossimo futuro (si veda a pagina 173), il suo effetto di più lungo periodo dovrebbe consistere nell'allentamento di un potenziale vincolo alla conduzione della politica monetaria.

L'adattamento degli strumenti e delle procedure operative a un contesto in evoluzione

Nel perseguire i loro divergenti indirizzi di politica monetaria le autorità negli Stati Uniti, in Giappone e in Germania hanno prestato grande attenzione alle reazioni del mercato. In particolare, esse hanno modificato i saggi di sconto sulle anticipazioni soltanto dopo che i movimenti dei tassi di mercato e l'annuncio preventivo degli intendimenti delle politiche parevano aver preparato i mercati a tali provvedimenti. Negli Stati Uniti e in Germania i tassi relativamente flessibili delle operazioni di mercato aperto della banca centrale si sono portati in prossimità dei tassi ufficiali, rendendo più difficoltosa l'attuazione della politica di mercato monetario.

Negli Stati Uniti la procedura di stabilire un obiettivo in termini di "borrowed reserves" introdotta nel 1982 è stata gradualmente sostituita dalla fissazione di obiettivi operativi per il tasso sui *federal funds*, il quale è stato tipicamente manovrato con variazioni di 1/4 di punto percentuale alla volta. Nel 1990 il ricorso allo sportello del risconto della Riserva federale è sceso a livelli eccezionalmente bassi. La riluttanza delle istituzioni di deposito ad avvalersi del credito "di aggiustamento" a breve termine, per il timore che ciò fosse ritenuto indicativo di problemi di fondo, ha ridotto l'efficacia dello sportello del risconto come valvola di sicurezza per alleviare momentanee pressioni sulle riserve. Ciò è divenuto più chiaro dopo la riduzione dei coefficienti di riserva obbligatoria in dicembre. Allorché le riserve disponibili sono scese a un minimo stagionale nel gennaio e febbraio 1991, il tasso sui *federal funds* ha mostrato un'eccezionale volatilità. Le riserve disponibili paiono essere calate a livelli così bassi che molte istituzioni di deposito hanno avuto problemi nel gestirle in modo da far fronte alle occorrenze delle compensazioni giornaliere.

Difficoltà operative nella conduzione della politica monetaria...

... negli Stati Uniti ...

In Germania lo scorso anno la manovra dell'offerta di riserve bancarie è stata complicata dal fatto che le aspettative del mercato hanno a più riprese avuto la tendenza a sospingere i tassi a breve del mercato monetario a livelli uguali o superiori a quelli del tasso "Lombard" sulle anticipazioni garantite della Bundesbank. Il ricorso delle banche a questo canale di rifinanziamento è stato eccezionalmente intenso dopo l'introduzione del *Deutsche Mark* nella Germania orientale. La Bundesbank ha in seguito cercato di ripristinare il carattere d'emergenza di tale sportello innalzando il tasso in novembre. Tuttavia, dopo un aumento di natura stagionale, nel gennaio 1991 i tassi offerti nelle procedure d'asta della Bundesbank sono saliti al disopra del tasso "Lombard", in un contesto caratterizzato da difficoltà nel prevedere il fabbisogno di riserve bancarie. La pressione al rialzo sui tassi era dovuta a disponibilità eccedentarie di riserve delle banche nella Germania orientale, a un'insolita variabilità dei depositi delle amministrazioni pubbliche presso la Bundesbank e a un'inattesa forte crescita della quantità di moneta verso la fine del 1990. Nel febbraio 1991, dopo l'innalzamento del tasso ufficiale sulle anticipazioni, è stato ripristinato un andamento più normale dei tassi di mercato.

... e in Germania

Nel quadro delle più flessibili procedure di mercato monetario introdotte nel novembre 1988, lo scorso anno la Banca del Giappone ha consentito ai tassi a brevissimo termine di salire rispetto al saggio di sconto in risposta alle aspettative del mercato circa l'evoluzione dell'economia. La banca centrale giapponese ha continuato a diversificare i suoi strumenti operativi, acquistando buoni del Tesoro sul mercato mediante operazioni pronti contro termine, secondo una procedura speciale d'asta impiegata a partire dal gennaio dello scorso anno. In dicembre essa ha annunciato che avrebbe accettato un più ampio ventaglio di strumenti, comprendente titoli a lungo termine ed effetti cambiari in valuta estera come valori costituibili in garanzia nelle operazioni di mercato monetario.

Nuovi strumenti in Giappone

I sensibili cambiamenti strutturali intervenuti nello strumentario delle banche centrali hanno avuto la tendenza a promuovere una convergenza nelle procedure operative. In Italia è stata consentita, dall'ottobre scorso, una certa movimentazione delle disponibilità costituite a riserva. Ciò si è tradotto in un

Convergenza nelle procedure dei paesi CEE

notevole calo della variabilità giornaliera dei tassi a brevissimo termine e ha permesso di ridurre la frequenza delle operazioni ufficiali sul mercato monetario. In Francia, dove già da molti anni è in atto un sistema di adempimento su base media dell'obbligo di riserva, le autorità hanno posto in chiaro, nell'abbassarne il coefficiente, che non intendevano rinunciare all'impiego di tale vincolo come strumento di politica monetaria.

In Belgio, nel gennaio 1991 il sistema di emissione continua dei buoni del Tesoro è stato sostituito con regolari sessioni d'asta, cosicché la politica monetaria ha cessato di fare assegnamento su un unico strumento, altamente visibile, ossia la fissazione da parte della banca centrale dei tassi d'interesse sui buoni del Tesoro a breve. Ciò ha consentito alla Banca Nazionale di regolare le riserve bancarie mediante periodiche aste di titoli e operazioni giornaliere di mercato aperto comparabili alle procedure usate in Germania, Francia e Paesi Bassi. In futuro il finanziamento diretto della Banca Nazionale allo Stato sarà limitato mediante un massimale a un modesto importo necessario a facilitare la gestione di cassa giornaliera del Tesoro. L'indebitamento in valuta di quest'ultimo sarà accresciuto soltanto d'intesa con la Banca Nazionale e in una misura compatibile con le esigenze della politica monetaria. Il nuovo statuto della Banca del Portogallo, approvato in ottobre, fa divieto a questa di finanziare lo Stato in qualunque forma diversa dal tradizionale conto di tesoreria e dalla sottoscrizione di buoni del Tesoro a condizioni concordate con la Banca.

Politiche di moneta forte e integrazione monetaria europea

Ulteriori passi per "rafforzare" la politica monetaria

Adozione di obiettivi di cambio di cambio più stringenti in alcuni paesi europei

Lo scorso anno, in alcuni paesi europei che impiegano il tasso di cambio come obiettivo intermedio di politica monetaria l'interpretazione di tale parametro programmatico è divenuta più restrittiva. La decisione del Regno Unito, da tempo attesa, di aderire agli AEC con una fascia di fluttuazione ampia ($\pm 6\%$) ha fatto seguito al passo analogo compiuto dalla Spagna nel 1989. In Belgio le autorità hanno annunciato che in futuro il franco belga sarebbe rimasto strettamente collegato alle più forti monete negli AEC, segnatamente il marco tedesco, nel caso di un riallineamento delle parità. Inoltre, le politiche di tasso d'interesse sarebbero state di norma impostate in modo da mantenere il margine di oscillazione franco belga/marco tedesco entro valori più ristretti di quelli consentiti dalla banda normale degli AEC, analogamente a quanto la Nederlandsche Bank attua da anni per il tasso di cambio fiorino/marco. Ciò dovrebbe determinare un progressivo ulteriore restringimento dei differenziali medi d'interesse fra il Belgio e la Germania.

Quanto ai paesi non aderenti agli AEC, Norvegia e Svezia hanno fissato per le loro monete tassi centrali in termini di ecu che servono da caposaldo per la politica monetaria. Il Portogallo ha proseguito la sua politica consistente nel non compensare interamente i differenziali di inflazione mediante aggiustamenti del tasso di cambio dell'escudo. In ottobre l'indice generale ponderato in base all'interscambio, fino ad allora usato dalle autorità come riferimento per stabilire i livelli di cambio, è stato sostituito da un indice costruito sulle valute AEC. Si è consentito al tasso di cambio di muoversi entro una fascia predeterminata

intorno all'obiettivo tendenziale in risposta a pressioni dell'offerta e della domanda. Successivamente, in presenza di persistenti afflussi di fondi, l'escudo si è leggermente apprezzato.

Il tasso di cambio come strumento di aggiustamento

Allorché i paesi CEE si muovevano verso legami di cambio più stretti e si preparavano a una piena unione monetaria, hanno cominciato a emergere nuove tensioni. In alcuni casi i differenziali d'inflazione hanno ripreso ad ampliarsi e gli andamenti divergenti delle economie hanno indotto a rimettere in questione i vantaggi di tassi di cambio rigidamente fissi. In particolare, l'impatto dell'unificazione tedesca sull'attività economica e il connesso ampio disavanzo di bilancio, combinato a condizioni monetarie restrittive, hanno fatto sorgere il pericolo che gli altri paesi aderenti agli AEC si trovassero confrontati con spinte al rialzo sui tassi d'interesse. L'implicazione pareva essere che, in assenza di aggiustamenti dei rapporti di cambio, i tassi di disoccupazione negli altri paesi avrebbero avuto la tendenza ad aumentare, a meno che non fossero conseguiti tassi d'inflazione dei salari inferiori a quello tedesco. La crescita del fabbisogno di finanziamento delle amministrazioni pubbliche in Germania mostrava come l'emergere di elementi di turbativa nella finanza pubblica di un paese potesse ripercuotersi sugli altri paesi in assenza di aggiustamenti dei cambi, quand'anche la politica monetaria riuscisse a mantenere un moderato tasso d'inflazione.

Lo scorso anno la riduzione dell'eccedenza esterna di parte corrente della Germania ha contribuito a sostenere l'attività economica nei suoi principali partners commerciali, alcuni dei quali avevano raggiunto un elevato grado di convergenza con la Germania in termini di inflazione, in presenza di politiche monetarie imperniata su un rapporto di cambio stabile con il marco. Le autorità di questi paesi erano fermamente convinte che la credibilità delle loro politiche, rinsaldata nel corso di un lungo periodo, sarebbe stata pregiudicata da una svalutazione delle proprie monete rispetto al marco. Specie nelle economie minori più aperte, gli eventuali effetti benefici sulla posizione concorrenziale sarebbero comunque stati di breve durata. Il pericolo che una perdita di fiducia si sarebbe tradotta in un marcato aumento dei tassi d'interesse interni in rapporto a quelli tedeschi ha parimenti costituito un forte argomento a sfavore dell'ipotesi di un riallineamento valutario.

In un altro gruppo di paesi, nei quali sono stati compiuti minori progressi verso una convergenza dell'inflazione, è stato visto con favore l'indebolimento mostrato lo scorso anno dalle pressioni della domanda interna. Da qualche tempo l'azione volta a determinare condizioni monetarie interne restrittive era ostacolata dagli afflussi di capitali attratti da tassi d'interesse nominali relativamente alti. In tale situazione il problema consisteva nel fatto che il vincolo del cambio impediva aumenti dei tassi d'interesse reali che sembravano desiderabili in base a considerazioni interne. Nella misura in cui lo scorso anno appariva appropriato un certo allentamento delle condizioni monetarie interne, si è pertanto attenuato uno dei dilemmi che si ponevano alle politiche. In taluni paesi il rallentamento dell'economia è divenuto fonte di preoccupata attenzione, ma la lotta all'inflazione e l'obiettivo di cambio che la sorregge hanno chiaramente mantenuto una posizione prioritaria. Nondimeno, in alcuni casi il crescente

Rischio di tensioni in seno agli AEC

Gli argomenti a sfavore di un riallineamento

Potenziali problemi di aggiustamento in alcuni paesi

disavanzo esterno è un chiaro sintomo dell'erosione della posizione concorrenziale dell'economia. Un eventuale ulteriore aumento della disoccupazione accentuerebbe le difficoltà che si possono incontrare nell'operare appropriati aggiustamenti economici in presenza di tassi di cambio fissati rigidamente.

Programmi per un'unione monetaria europea e progressi in tale direzione

Come concordato alle riunioni del Consiglio europeo nel 1989, la prima fase di un processo diretto a istituire un'unione economica e monetaria europea ha preso avvio nel luglio 1990 a seguito della completa liberalizzazione dei movimenti di capitali in otto dei dodici paesi comunitari. Al tempo stesso il Comitato dei Governatori delle banche centrali CEE ha potenziato le procedure di cui si avvale per promuovere il coordinamento delle politiche monetarie. In futuro esso effettuerà uno scambio di vedute preventivo in merito agli obiettivi monetari nazionali per ciascun anno, nonché un'analisi *ex post* degli sviluppi monetari in relazione agli obiettivi delle politiche. Nella seduta di giugno il Consiglio europeo ha disposto la convocazione di due conferenze intergovernative per preparare gli emendamenti al Trattato di Roma che consentirebbero ulteriori progressi verso l'unione economica e monetaria e verso l'unione politica.

In una successiva sessione del Consiglio, in ottobre, tutti gli Stati membri della CEE, eccetto il Regno Unito, hanno affermato la tesi secondo cui i lavori in direzione dell'unione monetaria dovrebbero prevedere l'adozione di una moneta unica e la creazione di un'istituzione indipendente costituita dalle banche centrali nazionali e da un organo centrale investito della piena responsabilità per la politica monetaria. Essi hanno concordato che una seconda fase preparatoria potrebbe iniziare il 1° gennaio 1994, posto che sia completato il programma del mercato unico, che siano conseguiti ulteriori progressi verso la convergenza reale e monetaria e che siano stati ratificati gli emendamenti al Trattato di Roma. Questi emendamenti statuirebbero l'indipendenza dei membri nazionali della nuova istituzione monetaria. Essi precluderebbero il finanziamento monetario dei disavanzi di bilancio e l'assunzione da parte della Comunità di qualsiasi responsabilità in ordine al debito dei singoli paesi. La seconda fase prevede la creazione di un'istituzione per rafforzare il coordinamento delle politiche monetarie, per sviluppare gli strumenti e le procedure necessari per la futura conduzione di una politica monetaria unica e per supervisionare lo sviluppo dell'ecu. Il Regno Unito, pur essendo disposto a procedere oltre la prima fase con la creazione di una nuova istituzione monetaria e di una moneta comune, ha propugnato un differente approccio, sostenendo che le decisioni sul merito dell'iniziativa dovrebbero precedere le decisioni sulla cronologia della sua attuazione.

Un elevato grado di consenso è stato raggiunto fra le banche centrali – e presumibilmente anche fra i governi dei paesi CEE – quanto alla struttura di una nuova istituzione sopranazionale che potrebbe infine esercitare poteri decisionali di politica monetaria. Un progetto di statuto per un Sistema europeo di banche centrali e una Banca centrale europea è stato adottato dal Comitato dei Governatori e sottoposto alla conferenza intergovernativa sull'unione economica e monetaria. Il progetto riflette la convinzione che la stabilità dei prezzi debba costituire l'obiettivo primario della nuova istituzione, che quest'ultima debba

Rafforzato
coordinamento
delle politiche
monetarie

Accordo
sul mandato
e sulla struttura
della nuova
istituzione
monetaria

essere indipendente da direttive politiche emananti dalla Commissione CEE e dai governi nazionali, che al suo organo centrale debba essere attribuita la piena responsabilità per la politica monetaria e che il finanziamento dei disavanzi di bilancio ad opera delle banche centrali debba essere vietato per legge.

Le proposte del governo britannico, enunciate nel proprio progetto di trattato per un'unione monetaria, prevedono la creazione di un'istituzione sulla falsariga del proposto Sistema europeo di banche centrali, la quale sotto forma di fondo gestirebbe in maniera indipendente una nuova moneta parallela – un ecu "forte" – che non potrebbe mai essere svalutata in termini di valute nazionali. Sono stati sollevati interrogativi sul significato di una proposizione secondo cui gli ecu potrebbero soltanto essere emessi in luogo delle monete nazionali, e non in aggiunta a esse. Si è molto dibattuto sulla possibile efficacia, nel rafforzare gli attuali vincoli posti alle politiche monetarie nazionali, della facoltà del fondo di vendere alle banche centrali emittenti le valute nazionali da esso acquisite in quantità "eccessiva". Un quesito più fondamentale è se il fondo assegnerebbe in pratica maggiore importanza alla stabilizzazione del cambio che non alla stabilità dei prezzi. Un altro quesito concerne la capacità del fondo di resistere a eventuali pressioni politiche affinché venga seguita una via di compromesso, specialmente se, com'è previsto in una versione alternativa delle proposte britanniche, non fosse richiesta una maggior indipendenza delle banche centrali nazionali partecipanti al fondo medesimo. Le proposte non sono riuscite a dissipare i timori delle banche centrali, espressi nel rapporto del "Comitato Delors", che una moneta addizionale non avente funzioni di unità di conto in alcuno dei paesi possa rendere più difficile l'attuazione di efficaci politiche nazionali e il coordinamento delle stesse. L'argomentazione secondo cui i soli meccanismi di mercato potrebbero comportare uno "spiazzamento" delle monete nazionali da parte dell'ecu forte tende a trascurare il fatto che per realizzare l'unione monetaria non si potranno evitare difficili decisioni politiche e una rinuncia alla sovranità monetaria.

I documenti presentati alla conferenza intergovernativa rivelano significative diversità di vedute fra i paesi. Una di esse riguarda la misura in cui nel dispositivo del trattato dovrebbero essere incorporate limitazioni ai disavanzi e all'indebitamento del settore pubblico, in quanto distinte da una mera sorveglianza, nonché i mezzi che dovrebbero essere disponibili per imporre la disciplina di bilancio nei singoli paesi. Un'altra questione è se la politica del cambio nei confronti dei paesi terzi sarebbe compatibile con una politica monetaria orientata alla stabilità, qualora il trattato assegnasse alla banca centrale europea un ruolo puramente consultivo in questo campo. Taluni Stati sollecitano l'osservanza di un rigoroso calendario e considerano necessaria la creazione della nuova istituzione monetaria all'inizio della seconda fase per promuovere l'aggiustamento interno nei singoli paesi e per sostenere il dinamismo del processo verso l'unione monetaria. Altri temono il rischio di una certa indeterminatezza delle responsabilità di politica monetaria durante un processo di transizione. Essi hanno proposto che le funzioni istituzionali previste per la seconda fase vengano esplicitate da un Comitato dei Governatori potenziato, e che una banca centrale europea sia istituita soltanto quando la realizzazione delle condizioni necessarie per assicurare la stabilità dei prezzi consenta la transizione alla terza fase.

La proposta di un ecu "forte"

Importanti questioni da risolvere

Necessità
di un'ulteriore
convergenza

Affinché si possa pervenire a un compromesso soddisfacente sugli emendamenti del trattato che consentano l'unione economica e monetaria occorrerà chiarire i contenuti dell'unione economica, e accettare la necessità di rigorose condizioni minime al fine di assicurare che vengano raggiunti gli obiettivi concordemente assegnati a un'unione monetaria e siano contenuti i costi dell'aggiustamento nei singoli paesi. Benché vi siano poderosi argomenti politici contro un processo a due o più velocità, va riconosciuto che sussistono valide ragioni economiche per cui singoli paesi contemplino una loro adesione solamente quando le proprie economie avranno realizzato una sufficiente convergenza con quelle del nucleo degli Stati membri della Comunità e sarà stato raggiunto un ampio consenso sociale sul piano interno.

VIII. Il sistema monetario internazionale

Aspetti salienti

Nel periodo in esame i mercati valutari hanno continuato a essere caratterizzati da repentini cambiamenti nel clima di mercato e da ampie fluttuazioni dei tassi di cambio, non sempre pienamente in linea con le grandezze economiche fondamentali. Tuttavia, fra gli inizi del 1990 e la primavera di quest'anno, nonostante una forte instabilità episodica, i tassi di cambio bilaterali del dollaro USA nei confronti del marco e dello yen nel complesso si sono mossi di poco, pur in presenza di un'accentuata variazione dei differenziali d'interesse nei confronti del dollaro.

Gli interventi ufficiali hanno teso a limitare l'ampiezza delle fluttuazioni dei cambi, quantunque con un'implicita propensione a comprimere il corso del dollaro. Vi sono state ripetute tornate di vendite ufficiali coordinate di dollari nella primavera del 1990, allorché la moneta americana mostrava una pronunciata sostenutezza, e nuovamente, ma a un livello del dollaro inizialmente molto inferiore, nel marzo e aprile 1991. Per contro, un'azione coordinata di sostegno del dollaro è stata messa in atto una sola volta, dopo che il suo tasso di cambio era sceso a minimi storici, ai primi di febbraio di quest'anno. Il prolungato calo del dollaro nell'estate e agli inizi dell'autunno dello scorso anno non è stato contrastato da interventi ufficiali diretti.

Il fatto che il dollaro, nonostante un movimento dei differenziali d'interesse decisamente a suo sfavore, abbia continuato a tratti a mostrare un'inconsueta forza è indubbiamente dovuto al suo basso livello assoluto in termini di potere d'acquisto. Nondimeno, considerando che il miglioramento della bilancia corrente degli Stati Uniti ha beneficiato di fattori congiunturali, e che potrebbe essere intervenuto un sostanziale spostamento nella configurazione dei flussi internazionali di capitali, difficilmente si può ritenere che il recente livello del dollaro sia irrealisticamente basso.

Nonostante tensioni occasionali, i rapporti di cambio fra le principali valute dello SME hanno continuato a costituire un'isola di relativa stabilità. Di fatto, l'Italia e il Belgio hanno reso più stringenti i propri impegni di cambio, e in ottobre la sterlina è entrata a far parte degli Accordi europei di cambio (AEC). Per gran parte del tempo il cedimento del dollaro non ha innescato tensioni di rilievo all'interno degli AEC. Tuttavia, verso la fine del 1990 l'elevato livello dei tassi d'interesse tedeschi ha contribuito a creare un certo conflitto fra gli impegni di cambio e le esigenze di politica interna dei paesi le cui economie stavano rallentando. Queste pressioni sono state successivamente alleviate dal repentino calo del marco rispetto al dollaro.

Sul mercato dell'oro, la perdurante abbondanza dell'offerta ha tenuto a freno i prezzi per l'intero periodo in esame. La variabilità giornaliera dei corsi è

leggermente aumentata, ma il fiacco andamento del prezzo dell'oro nonostante il conflitto del Golfo e taluni interrogativi circa la solidità del sistema bancario internazionale evidenzia il ridimensionamento del suo ruolo come bene d'investimento.

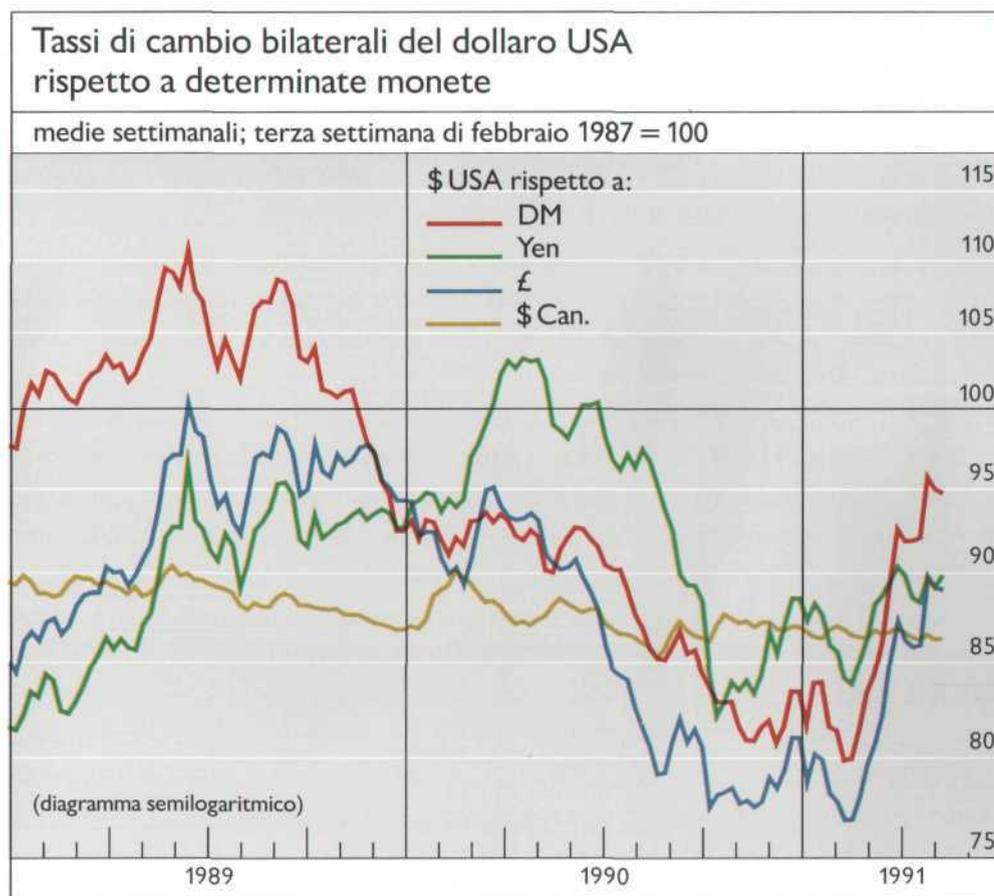
Lo scorso anno la crescita della liquidità internazionale ha leggermente sopravanzato l'espansione del commercio internazionale. Poiché i paesi a moneta-chiave si sono astenuti dal sostenere il dollaro per gran parte dell'anno, gli aumenti di riserve si sono concentrati fra i membri degli AEC, taluni paesi industriali minori e diversi paesi in via di sviluppo. D'altra parte, i paesi dell'Europa orientale hanno fortemente attinto alle proprie riserve di liquidità internazionale.

I mercati valutari

Gli andamenti sul mercato del dollaro USA

Nel periodo in rassegna, i mercati valutari sono stati caratterizzati principalmente da una nuova inversione di tendenza e dall'ulteriore pronunciato ribasso del valore internazionale del dollaro, cui è seguito da metà febbraio di quest'anno un recupero eccezionalmente forte che ha annullato gran parte della precedente flessione.

Agli inizi del 1990, il dollaro aveva mostrato un considerevole vigore, specie nei confronti dello yen, toccando ai primi di aprile un massimo di yen 160, che segnava nei confronti di questa moneta un rialzo di circa il 10% rispetto alla



quotazione d'inizio anno, nonché il livello piú alto dalla fine del 1986. Questa ascesa ha avuto luogo in un contesto di interventi su vasta scala volti a contrastarla, soprattutto da parte delle autorità giapponesi, che nella seconda metà di marzo procedevano anche a un aumento del tasso ufficiale di sconto. Il 7 aprile, il Gruppo dei Sette sottolineava le conseguenze indesiderabili del calo dello yen e ribadiva il proprio impegno al coordinamento delle politiche economiche, "compresa la cooperazione sui mercati valutari". A ciò facevano seguito indicazioni che in Giappone le tensioni politiche in seno alla compagine governativa andavano allentandosi, e i mercati finanziari interni recuperavano parte delle perdite precedenti. Inoltre, per quanto riguarda la Germania, vi è stato un mutamento del clima di mercato, essendo prevalsa l'opinione che le autorità sarebbero state in grado di contenere le possibili implicazioni inflazionistiche dell'imminente unione economica e monetaria, e il marco ha cominciato a riprendersi. Tutto ciò, congiuntamente a un intervento coordinato di modesta entità, poneva fine, per lo meno temporaneamente, alla rinnovata tendenza al rialzo del dollaro. E quando agli inizi di maggio 1990 sono emerse indicazioni di un indebolimento dell'economia statunitense, con crescenti prospettive di un ulteriore movimento dei differenziali d'interesse, il dollaro ha preso a calare, scendendo al disotto di yen 150 alla fine del mese.

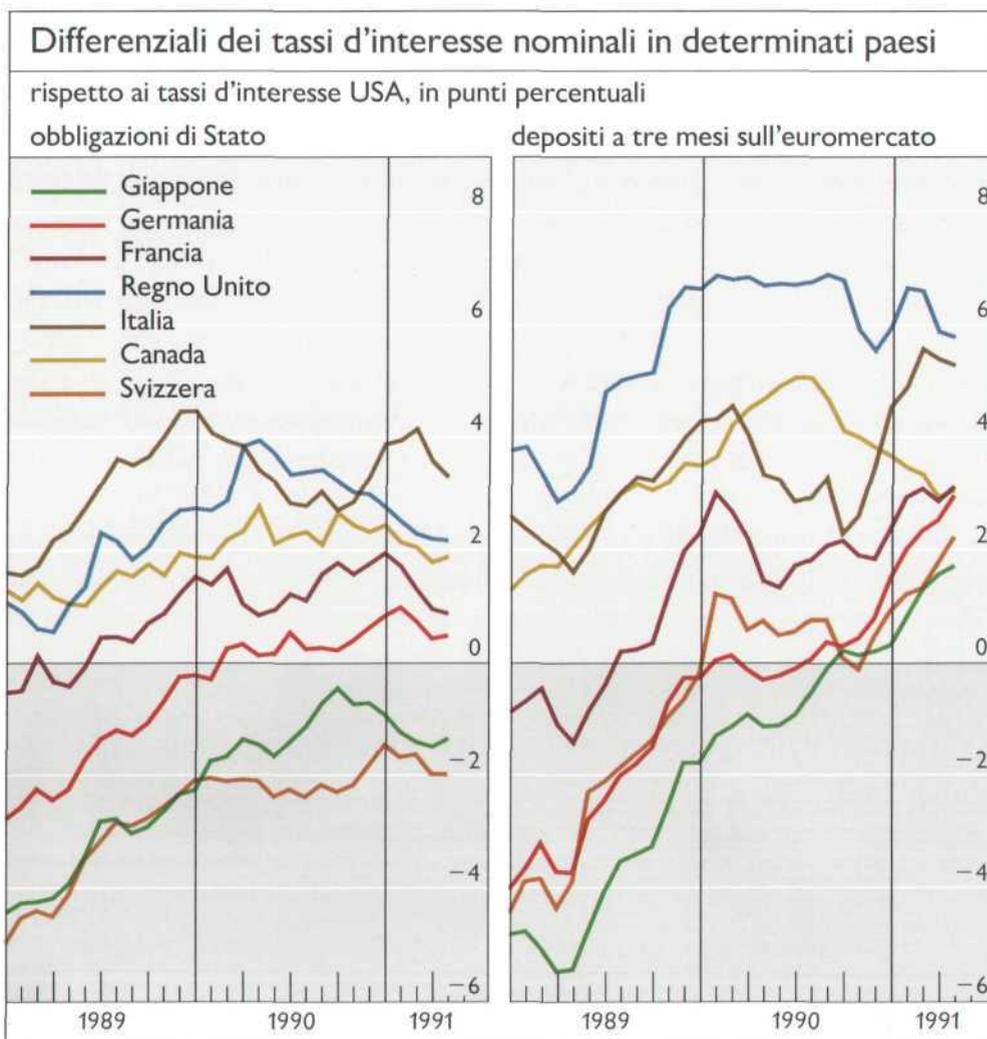
Nondimeno, un calo prolungato del dollaro aveva inizio solo verso la fine di giugno, quando le prospettive economiche e la politica monetaria degli Stati Uniti sono state oggetto di una riconsiderazione piú sostanziale. In particolare, in seguito alla dichiarazione del Presidente che un aumento dell'imposizione poteva far parte di un programma di riduzione del disavanzo di bilancio, si rafforzavano le prospettive di accordo su tale programma. Mentre questi sviluppi facevano ritenere che i tassi d'interesse USA avrebbero potuto calare, il contesto di forte espansione interna in Germania e Giappone sembrava far prevedere un rialzo dei tassi in questi paesi.

L'invasione irachena del Kuwait, il 2 agosto, si limitava a produrre un brevissimo episodio di corsa al dollaro per considerazioni connesse al suo ruolo di "bene-rifugio". Di fatto, il recupero nei confronti del marco è durato esattamente un giorno, mentre lo yen è rimasto debole per un periodo alquanto piú lungo a causa dei timori connessi alla dipendenza del Giappone dalle importazioni petrolifere. Tuttavia, in presenza di ulteriori indicazioni di un indebolimento dell'economia USA e di un'evoluzione dei differenziali d'interesse delle valute-chiave a sfavore del dollaro, la moneta americana riprendeva ben presto a calare in modo piú generalizzato, e in particolare rispetto allo yen continuava a perdere terreno fino a settembre inoltrato. Verso la fine di quel mese, i Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Sette ricordavano le precedenti preoccupazioni circa la debolezza dello yen manifestate al vertice di Houston e notavano che da allora la moneta giapponese si era apprezzata. Essi concludevano che i tassi di cambio erano ora sostanzialmente coerenti con un ulteriore aggiustamento degli squilibri esterni. Nondimeno, subito dopo questa dichiarazione il dollaro calava nuovamente, e nei confronti di tutte le principali valute. Ai primi di ottobre la moneta americana scendeva ripetutamente al disotto dei precedenti minimi storici rispetto al marco, dopo che il Presidente del Consiglio della Riserva federale aveva pubblicamente collegato la possibilità

Iniziale forza del dollaro, specie rispetto allo yen...

... seguita da una flessione con il manifestarsi di segni di indebolimento dell'economia USA

Le prospettive di un ulteriore deteriorarsi dei differenziali d'interesse contribuiscono a una nuova flessione del dollaro



di un calo dei tassi d'interesse USA al raggiungimento di un accordo soddisfacente sul bilancio. Tale accordo è stato concluso verso la fine di ottobre, e i mercati ne hanno tratto le ovvie conclusioni, anche perché era divenuto evidente che le autorità non vedevano una necessità urgente di contrastare un calo ordinato del dollaro. L'annuncio, il 19 novembre, di dati sull'interscambio insoddisfacenti, insieme a un certo calo dell'inflazione e alla percezione di un ulteriore allentamento della politica monetaria, facevano sì che il dollaro scendesse a un nuovo minimo, inferiore a DM 1,47, mentre l'apprezzamento dello yen nei confronti del dollaro raggiungeva quasi il 26% rispetto al minimo dei primi di aprile.

Pausa solo temporanea nella discesa del dollaro

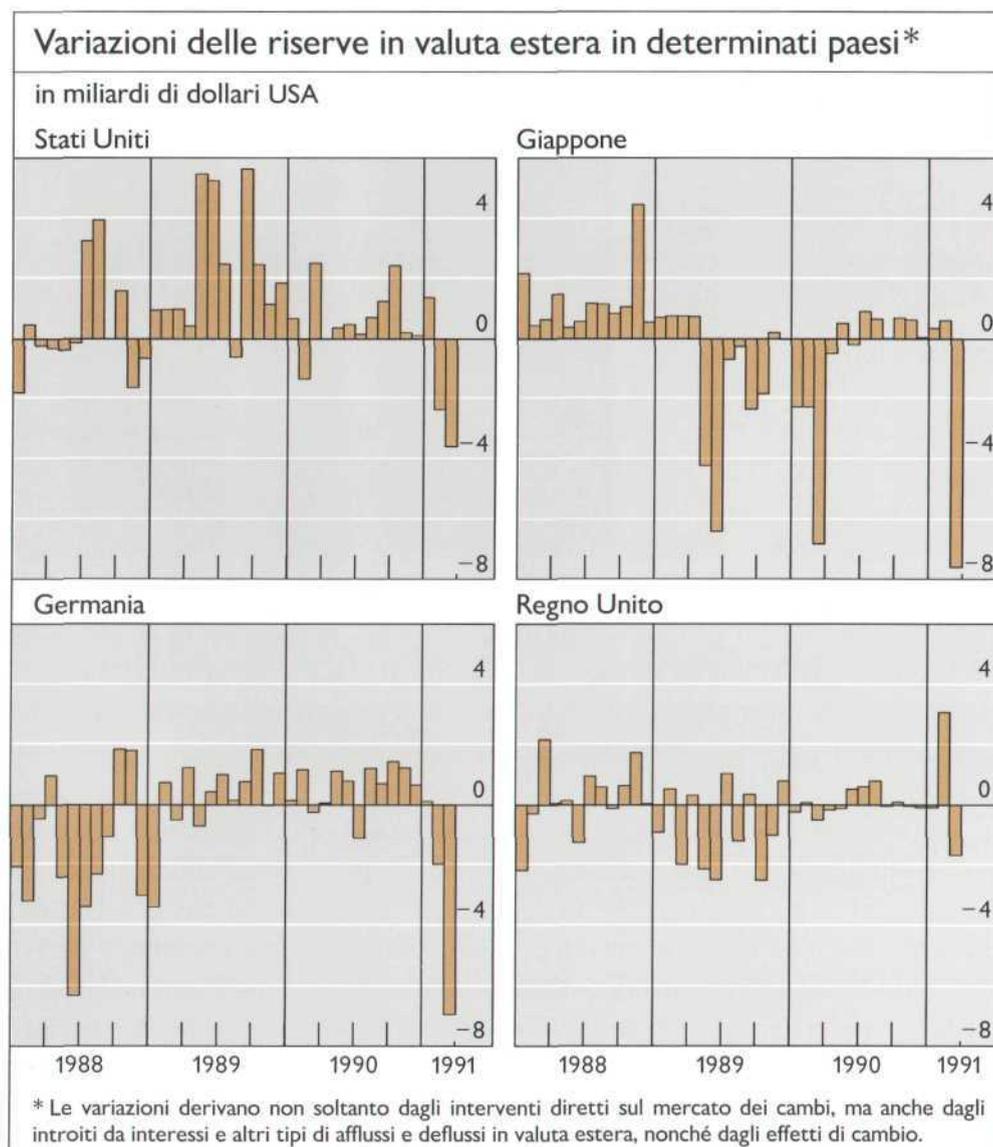
In seguito, i tassi di cambio si sono stabilizzati. Le prospettive di un esito pacifico della crisi del Golfo sembravano più incerte; vi erano indicazioni che il Gruppo dei Sette avrebbe potuto riunirsi per discutere del basso livello del dollaro; infine, il clima di mercato circa le valute europee, segnatamente il marco, veniva influenzato dalle repentine dimissioni del Ministro degli Esteri sovietico, il 20 dicembre. In siffatto contesto, la Riserva federale era nelle condizioni di poter reagire alla debolezza dell'economia interna, e il 19 dicembre il saggio di sconto veniva abbassato dal 7 al 6 $\frac{1}{2}$ %. A metà gennaio, l'inizio delle ostilità nel Golfo provocava un nuovo cedimento del dollaro, che ai primi di febbraio toccava un

nuovo e ultimo minimo nel periodo in esame nei confronti del marco, ossia DM 1,45, con un calo di oltre il 15% rispetto al livello di marzo 1990.

La dichiarazione del Gruppo dei Sette rilasciata il 21 gennaio non affrontava in definitiva la debolezza del dollaro in quanto tale. Dieci giorni dopo, la Bundesbank aumentava i tassi d'interesse ufficiali interni, e il giorno seguente il saggio di sconto USA veniva ulteriormente abbassato al 6%. Ancora una volta, le preoccupazioni di ordine interno erano parse più impellenti degli eventuali problemi risultanti dai movimenti di cambio. Comunque, ciò non impediva alle autorità di intervenire sul mercato, questa volta sotto la guida statunitense. Si è trattato della prima operazione concordata di questo tipo da quasi un anno, contraddistintasi anche per il fatto che le autorità giapponesi si sono astenute dall'intervenire, mostrando così di non essere insoddisfatte del più elevato livello dello yen.

Scopo principale di questa operazione coordinata di sostegno del dollaro era quello di fornire una soglia base alla moneta americana e di contribuire a fugare l'impressione che le autorità intendessero attenersi a una politica di

Sostegno
coordinato
del dollaro ...



... immediata-
mente seguito
da una sua forte
ripresa...

... e da interventi
coordinati
per contenerne
il rinnovato
vigore

Ciò nonostante,
continua l'ascesa
del dollaro

Tenuta del
dollaro canadese
malgrado
le incertezze
nel dibattito
costituzionale

"benign neglect", impressione erroneamente ricavata dal comunicato del Gruppo dei Sette e dalle successive modifiche dei tassi d'interesse ufficiali. Benché gli interventi non siano stati di grande entità, pare che i mercati abbiano recepito il messaggio. Infatti, a partire da metà febbraio la moneta americana cominciava a riprendere nettamente vigore, e alla fine della prima settimana di marzo essa aveva recuperato circa il 7% rispetto sia allo yen che al marco. Il lunedì 11 marzo l'apprezzamento del dollaro minacciava di farsi sregolato, sicché a meno di un mese dagli acquisti di sostegno concertati si ricorreva nuovamente all'intervento coordinato, questa volta – sotto la guida della Bundesbank – allo scopo di contenere il rinnovato vigore del dollaro. La prospettiva, e in seguito il concretizzarsi, di un esito positivo della guerra del Golfo hanno costituito indubbiamente importanti fattori alla base di questo improvviso ritorno in auge della moneta americana. Inoltre, cominciavano a crescere le aspettative che la fase peggiore della recessione fosse ormai superata. Vi erano anche congetture secondo cui la conversione in dollari di parte dell'aiuto finanziario alleato avrebbe esercitato una spinta al rialzo sulla moneta americana. Nel contempo, l'aggravamento della crisi economica nella parte orientale della Germania, e le sue possibili ramificazioni politiche, cominciavano a gettare ombre sul marco, sul quale influivano negativamente anche i timori circa le implicazioni del deterioramento della situazione in Unione Sovietica. I segni di un minor dinamismo dell'economia giapponese facevano inoltre prospettare la possibilità di una variazione dei differenziali d'interesse a favore degli Stati Uniti.

Nonostante questi vari fattori esplicativi, l'entità della repentina inversione di tendenza del dollaro e il suo rinnovato vigore, in particolare rispetto al marco, hanno disorientato molti operatori di mercato e osservatori ufficiali. I ripetuti tentativi coordinati di frenare il rialzo della moneta americana si sono rivelati assai meno efficaci di quelli effettuati in precedenza per ridarle vigore. Nonostante le continue tornate di interventi concertati e un ulteriore peggioramento dei differenziali d'interesse, il dollaro ha continuato a salire fortemente, con una pausa occasionale, sino a raggiungere a fine aprile DM 1,77, segnando un apprezzamento del 22% rispetto al suo minimo di sole undici settimane prima.

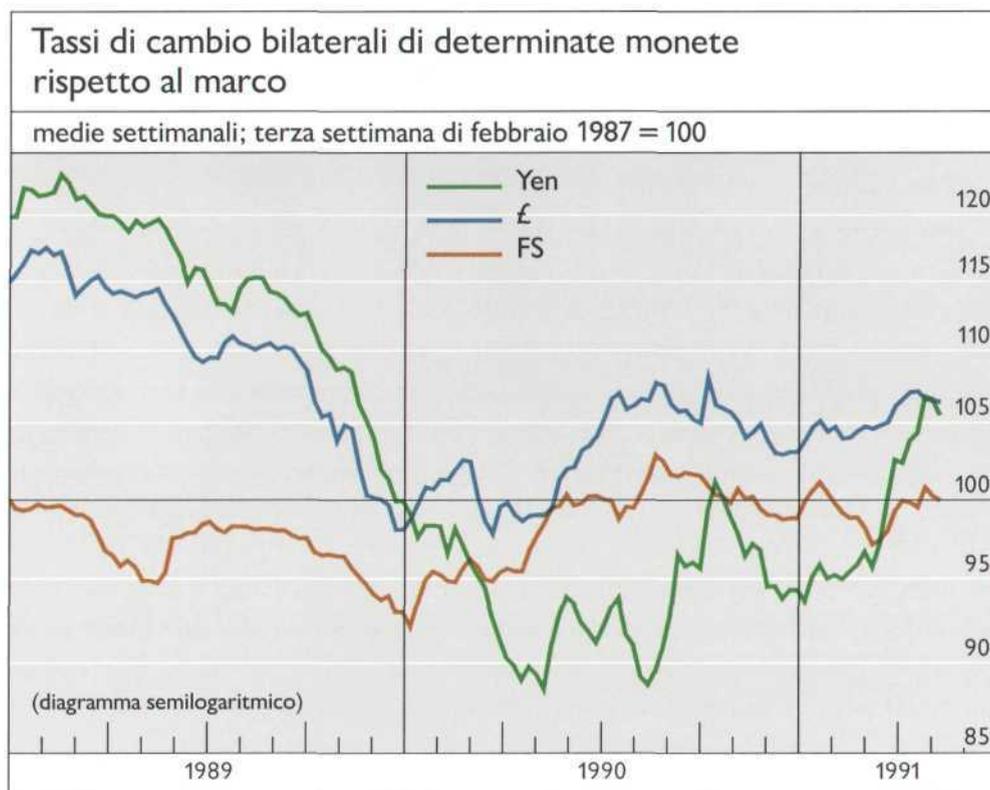
Se raffrontato alle altre principali valute, lo scorso anno il *dollaro canadese* ha seguito alquanto da vicino l'andamento del dollaro USA. Dopo un repentino calo in gennaio, allorché il mercato è stato temporaneamente destabilizzato da una riduzione relativamente modesta dei tassi d'interesse ufficiali, la moneta canadese si è ripresa nei mesi successivi, quando si è consentito ai differenziali d'interesse a breve rispetto agli Stati Uniti di ampliarsi sostanzialmente. In maggio e giugno, il dollaro canadese è stato nuovamente soggetto a pressioni al ribasso, in seguito alle crescenti incertezze circa l'esito del dibattito costituzionale di Meech Lake. Tuttavia, nonostante il mancato raggiungimento di un accordo, la moneta canadese riprendeva a salire, toccando il valore massimo degli ultimi dodici anni rispetto al dollaro in agosto, allorché i corsi petroliferi sono fortemente aumentati a seguito dello scoppio della crisi del Golfo. Successivamente, il dollaro canadese si è leggermente indebolito e quindi stabilizzato, nonostante una sensibile flessione dei tassi a breve rispetto a quelli statunitensi e le forti oscillazioni dei prezzi del petrolio.

Gli andamenti dei tassi di cambio incrociati

Nella prima parte del periodo in rassegna, lo yen giapponese ha proseguito la sua flessione rispetto al marco, iniziata nel 1989. Nel febbraio di quell'anno, il tasso incrociato dello yen aveva raggiunto un massimo che superava di ben oltre il 20% il livello raggiunto nel 1987 all'epoca dell'Accordo del Louvre. Già all'inizio del 1990 questo considerevole aumento era stato annullato, e agli inizi di maggio lo yen era sceso a un livello inferiore del 12% a quello dell'Accordo del Louvre, nonostante i precedenti, massicci interventi ufficiali di sostegno contro il dollaro. La successiva ripresa dello yen rispetto alla moneta americana ha a tratti decisamente sopravanzato quella del marco, in quanto i tassi d'interesse giapponesi avevano iniziato a salire anche rispetto a quelli tedeschi, e il marco risentiva delle incertezze legate agli sviluppi interni. In effetti, agli inizi di ottobre, dopo che i tassi a lunga giapponesi avevano quasi raggiunto i livelli statunitensi e si era avuto un ampio rientro di fondi connessi a esigenze di rifinanziamento dovute al precedente calo dei corsi sul mercato azionario, lo yen a un certo punto aveva più che recuperato le perdite rispetto al marco da inizio 1990, e si situava a un livello superiore di circa il 16% al minimo di inizio maggio rispetto a questa moneta.

Successivamente, in seguito alla forte diminuzione dei tassi a lungo termine giapponesi rispetto a quelli statunitensi e tedeschi, lo yen è calato di circa il 9% nei confronti del marco, per poi tornare a salire leggermente al volgere dell'anno. Esso ha segnato un ulteriore, modesto apprezzamento in febbraio, quando le autorità nipponiche hanno manifestato la loro preferenza per uno yen relativamente sostenuto, astenendosi dall'intervenire massicciamente nelle operazioni di sostegno del dollaro. Per contro, in marzo e aprile le medesime autorità hanno pienamente partecipato alle operazioni coordinate di contenimento

Ulteriore indebolimento dello yen prima di una fase discontinua di ripresa



del dollaro e, nonostante il limitato successo iniziale di questa iniziativa, lo yen è salito di oltre il 10% rispetto al marco.

Due aspetti hanno caratterizzato l'andamento della sterlina dagli inizi del 1990. Il primo è costituito dalla rinnovata, benché intermittente, forza di questa moneta dopo una fase di debolezza in primavera connessa a incertezze politiche; il secondo è stato il suo ingresso nel meccanismo di cambio dello SME agli inizi di ottobre.

Debolezza
della sterlina
in primavera...

Analogamente allo yen, anche la sterlina era calata rispetto al marco per la maggior parte del 1989, quantunque per ragioni diverse (crescenti pressioni inflazionistiche e rapida crescita del disavanzo esterno corrente). All'inizio del 1990 le pressioni si sono leggermente allentate, dopo che il governo aveva manifestato il suo impegno a combattere l'inflazione e i dati sull'interscambio erano temporaneamente migliorati. Tuttavia, in marzo, le tensioni sociali e politiche connesse alla nuova imposta comunale ("poll tax") e le reazioni sfavorevoli al bilancio innescavano nuove pressioni sulla sterlina, sospingendola a un minimo storico pari a poco più di marchi 2,70.

... e suo rafforza-
mento a metà
anno ...

La maggiore ripresa della sterlina aveva inizio in maggio, sotto l'influsso di alcuni fattori tecnici e dell'esito delle elezioni locali, più favorevole di quanto previsto al partito conservatore. In seguito, contribuivano al suo rialzo le aspettative di un'adesione della moneta britannica agli AEC, che sarebbero periodicamente riemerse nei mesi successivi. Una recrudescenza dell'inflazione ha altresì rafforzato l'ipotesi che i tassi d'interesse sulla sterlina sarebbero rimasti elevati per un certo tempo. In luglio, la moneta britannica raggiungeva temporaneamente un massimo di quasi DM 3,00, e le ripercussioni dell'invasione del Kuwait sui corsi petroliferi contribuivano a un suo ulteriore aumento nella seconda metà di agosto.

... prima
dell'adesione agli
AEC in ottobre

Alla fine di quel mese e in settembre, la sterlina ha segnato un leggero regresso a seguito di congetture secondo cui la sua adesione agli AEC sarebbe stata rinviata. Tuttavia, l'8 ottobre la moneta britannica vi ha aderito improvvisamente, al tasso centrale di DM 2,95 e con una banda di fluttuazione ampia del $\pm 6\%$. Malgrado la concomitante riduzione di un punto dei tassi d'interesse sulla sterlina, i mercati hanno inizialmente reagito quotandola a un valore nettamente più alto, superiore a DM 3,00. Tuttavia, un livello così elevato non si è mantenuto a lungo, anche perché la moneta britannica ha risentito del clima di incertezza politica nel Regno Unito, culminato con le dimissioni del Primo Ministro il 22 novembre. Benché tale clima d'incertezza sia venuto meno, la sterlina è rimasta relativamente debole per il resto dell'anno, scendendo sino a DM 2,86 in dicembre. Ciò nonostante, la flessione generalizzata dei tassi d'interesse internazionali agli inizi del 1991 ha consentito anche alle autorità britanniche di abbassare a più riprese i tassi senza innescare eccessive tensioni, ribadendo nel contempo il rigoroso impegno a rispettare la disciplina degli AEC come importante caposaldo nella lotta all'inflazione. Verso fine marzo, parallelamente al continuo recupero del dollaro e alla flessione del marco all'interno degli AEC, anche la sterlina si è ripresa, ed è nuovamente risalita al disopra di DM 2,95, valore corrispondente alla sua parità centrale contro il marco.

L'eccezionale debolezza del franco svizzero, iniziata nel 1989, ha raggiunto l'apice proprio all'inizio del 1990. A quell'epoca, esso era diminuito dell'8%

rispetto al marco nell'arco di dodici mesi, situandosi al livello minimo rispetto a questa moneta dagli inizi del 1981. L'evoluzione del franco svizzero nel periodo in esame è stata contrassegnata principalmente dal suo recupero rispetto a questo valore minimo, benché a prezzo di tassi d'interesse interni elevati, perlomeno in base ai parametri storici svizzeri. La ripresa è avvenuta in tre fasi principali. La prima è iniziata dopo l'aggressivo orientamento assunto dalla politica della Banca nazionale svizzera, che si è tradotta in un differenziale positivo senza precedenti dei tassi a breve del franco svizzero rispetto al marco. La seconda fase ha preso avvio alla fine di aprile, allorché il favorevole differenziale d'interesse ha nuovamente raggiunto un livello relativamente elevato, e la terza in agosto, quando i tradizionali fattori inerenti al ruolo di "moneta rifugio" del franco svizzero hanno contribuito a sospingerlo temporaneamente al massimo del periodo, pari a 81,5 centesimi per marco. Tuttavia, a quell'epoca i tassi d'interesse tedeschi avevano ricominciato ad aumentare, mentre nel gennaio e febbraio 1991 quelli svizzeri sono calati. Di conseguenza, ai primi di marzo di quest'anno il franco era ridisceso a circa 87 centesimi per marco, prima che una debolezza generalizzata di quest'ultima moneta si traducesse in un certo suo recupero.

Il franco svizzero si riprende da una fase di eccezionale debolezza

I principali rapporti di cambio in un'ottica di più lungo periodo

L'ulteriore pronunciato cedimento del valore esterno del dollaro nella seconda metà dello scorso anno ha rafforzato la tesi secondo cui la moneta americana era divenuta considerevolmente sottovalutata. La contropartita, secondo questa tesi, era rappresentata dalla sopravvalutazione dello yen e – con minore certezza, dato il nuovo e peculiare contesto in Germania – del marco. Siffatte conclusioni si fondavano su calcoli delle parità di potere d'acquisto basati, ad esempio, su raffronti internazionali dei prezzi alla produzione per prodotti uguali o affini. Persino il repentino recupero del dollaro da metà febbraio di quest'anno avrebbe annullato solo in parte la sottovalutazione e le sopravvalutazioni calcolate su questa base.

Sottovalutazione del dollaro?

Da tempo si riconosce tuttavia che le stime sulla parità di potere d'acquisto costituiscono indicatori solo parziali di un appropriato assetto dei cambi. In particolare, esse non tengono conto del necessario ruolo di questi ultimi nel processo di aggiustamento internazionale. Pertanto, altri indicatori usati per valutare il grado di adeguatezza dei cambi pongono a confronto il livello di un certo indice dei tassi di cambio depurato dalla variazione dei prezzi con quello relativo a un dato periodo di riferimento durante il quale nelle economie in questione sembra prevalere un equilibrio sia esterno che interno. Tuttavia, simili valutazioni, che comunque non avevano mai potuto essere del tutto obiettive, sono diventate più difficili negli ultimi anni, in particolare a causa della crescente globalizzazione dei mercati finanziari. Equilibrio internazionale non significa più necessariamente squilibri di parte corrente modesti o addirittura trascurabili. Forse ora si può tutt'al più dire che l'equilibrio internazionale dovrebbe comportare una situazione in cui nessun paese si indebiti all'estero in misura tale da causare a un certo punto difficoltà nel servizio del debito. Si tratta ovviamente di un concetto molto più vago, e ciò giustifica anche il fatto di ragionare in termini di margini piuttosto che di stime puntuali per il livello di cambio coerente con livelli appropriati di competitività.

Diversi metodi di valutazione dei livelli appropriati dei tassi di cambio

A prescindere da questo problema, le misurazioni in base ai tassi di cambio reali forniscono un quadro alquanto diverso da quello risultante dalle stime della parità di potere d'acquisto. Il periodo di riferimento scelto nel grafico a pagina 194 è il febbraio 1987, epoca dell'Accordo del Louvre. In quell'occasione le autorità, pur non volendo essere più precise, giudicarono che gran parte della necessaria flessione del dollaro era avvenuta. Nei due anni precedenti, il tasso effettivo reale del dollaro era calato di un terzo, quello dello yen era aumentato di quasi la metà e quello del marco di un quinto. Inoltre, il dollaro e il marco erano allora tornati approssimativamente ai livelli effettivi reali a cui si trovavano alla fine degli anni settanta, quando pareva nel complesso prevalere una situazione di equilibrio internazionale, mentre lo yen superava quel livello del 20%.

Importanti variazioni dei cambi reali dall'Accordo del Louvre

In ogni caso, il dollaro non si è mantenuto al livello reale dell'epoca dell'Accordo del Louvre e a fine 1987 era sceso di un ulteriore 13%, per poi fluttuare fra il 10 e il 16% al disotto del suo livello del febbraio 1987 fino allo scorso anno, quando esso è nuovamente calato del 12% fra il secondo e il quarto trimestre, nonostante l'ulteriore riduzione del disavanzo USA di parte corrente, specie in rapporto al PNL. Come mostra il grafico, un'importante contropartita al declino del dollaro nello scorso anno è l'opposto movimento al rialzo del tasso effettivo reale dello yen, che lo ha riportato vicino al livello dell'Accordo del Louvre. In parte a causa di una struttura dell'interscambio alquanto diversa, lo scorso anno il tasso effettivo reale del marco non è aumentato in modo considerevole, né si è molto discostato dal livello dell'Accordo del Louvre nell'intero periodo dagli inizi del 1987. Considerata l'ampia e rapida contrazione dell'ecce-denza tedesca di parte corrente, quest'evoluzione non pare a prima vista inappropriata, particolarmente in quanto essa è in gran parte ricollegabile agli effetti della riunificazione, che rendono assai difficile valutare con precisione l'incidenza dei soli effetti congiunturali sulla bilancia dei pagamenti. Nel caso del Giappone, tali effetti hanno svolto un ruolo specie nei confronti degli Stati Uniti e, data la rinnovata tendenza all'aumento dell'avanzo corrente giapponese, resta la questione se, lungi dall'essere sopravvalutato come le stime sulla parità di potere d'acquisto fanno ritenere, lo yen non possa essere prossimo al suo livello appropriato di più lungo periodo, o addirittura ancora al disotto di esso.

L'apprezzamento reale del dollaro canadese e della sterlina mostrano la necessità di un miglioramento della dinamica dei costi

Il grafico mostra assai chiaramente che gran parte dell'ulteriore flessione reale del dollaro dall'epoca dell'Accordo del Louvre ha avuto come principale contropartita variazioni di segno opposto non dello yen e del marco, ma piuttosto di valute quali il dollaro canadese – che ha un peso elevato nell'indice USA – e la sterlina. In effetti, agli inizi di quest'anno il tasso di cambio effettivo reale del dollaro canadese era superiore del 40% al suo livello dell'Accordo del Louvre, in quanto a un tasso di cambio nominale relativamente sostenuto e stabile si è accompagnata una dinamica dei costi salariali costantemente divergente. In Canada, così come nel Regno Unito, specie dopo l'adesione della sterlina agli AEC, le implicazioni antinflazionistiche di tassi di cambio nominali stabili hanno svolto un ruolo importante nella formulazione delle politiche. Tuttavia, a meno che tali orientamenti di cambio si traducano a un certo punto in una modifica degli andamenti dei costi salariali, le conseguenze per la competitività dell'economia renderanno prima o poi la situazione insostenibile.

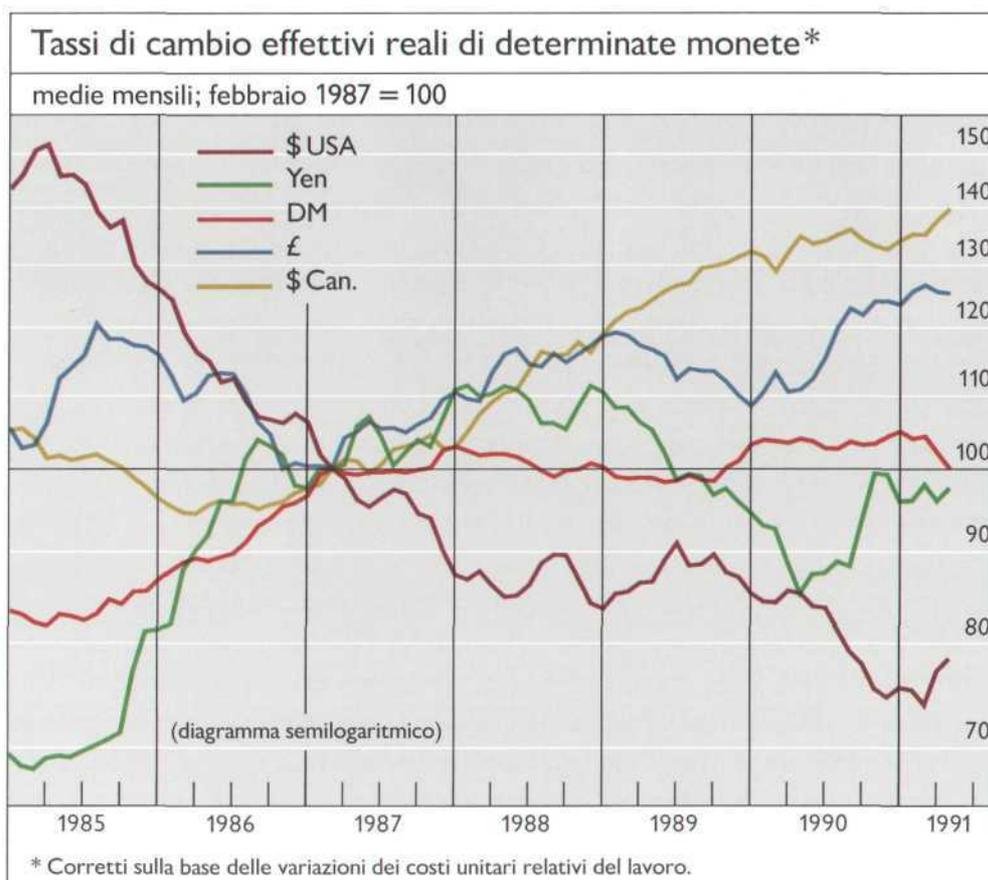
Inoltre, per quanto riguarda la presunta sottovalutazione del dollaro, quanto meno prima del suo recente rialzo, va notato che l'utilità di qualsiasi calcolo basato sul tasso di cambio reale in quanto indicatore di un assetto adeguato dei cambi è limitata per diverse ragioni. In primo luogo, tali stime non possono tener conto di fattori qualitativi e strutturali che potrebbero influire fortemente sull'andamento del commercio internazionale di un paese. Fra questi figurano, in particolare, il *design*, l'affidabilità, la manutenzione e altri servizi ausiliari offerti insieme al prodotto venduto, nonché il grado di apertura dei mercati esteri alle esportazioni del paese in questione. Un andamento dinamico della crescita, insieme a incrementi di produttività particolarmente elevati e a innovazioni nel settore delle esportazioni, possono altresì giustificare variazioni nei rapporti di cambio reali.

Altri fattori incidono sui livelli appropriati dei cambi

In secondo luogo, dopo un protratto periodo di ampi squilibri esterni, la consistenza delle attività e passività internazionali in essere avrà subito forti spostamenti. E' quindi molto probabile che nei flussi internazionali dei redditi da capitale siano intervenuti cambiamenti tendenziali. Specificatamente, nel caso degli Stati Uniti il saldo dei redditi da capitale nel più lungo periodo si sarà necessariamente deteriorato e richiederà, *ceteris paribus*, un miglioramento di altre poste di parte corrente per raggiungere un dato risultato complessivo. Ciò potrebbe comportare l'esigenza di una maggiore competitività degli Stati Uniti.

Spostamenti negli *stocks* di attività e passività

Una terza importante considerazione è che quando la bilancia corrente di un paese è stata costantemente in forte disavanzo, potrebbe essere necessaria per qualche tempo una sostanziale sottovalutazione del suo tasso di cambio (rispetto al livello appropriato di più lungo periodo), al fine di determinare gli



Possibile necessità di una temporanea sottovalutazione del dollaro

indispensabili aggiustamenti delle strutture economiche e dei flussi commerciali. Quando in un paese come gli Stati Uniti gran parte delle voci che compongono la bilancia commerciale non è molto reattiva agli incentivi di prezzo, come le esportazioni agricole e le importazioni di petrolio e di altre materie prime, e allorché la disponibilità per la maggior parte delle industrie di un enorme mercato interno distoglie l'interesse dall'esportazione, potrebbe rendersi temporaneamente necessario un elevato grado di sottovalutazione per produrre un sensibile miglioramento della bilancia commerciale in tempi ragionevoli. Il fatto che la bilancia commerciale statunitense, nonostante una configurazione congiunturale propizia da questo punto di vista, abbia finora reagito solo in modo incerto al protratto e accentuato deprezzamento del dollaro sembrerebbe avallare questa tesi.

In che misura è necessario un ulteriore aggiustamento del saldo commerciale?

Tutt'altra cosa è stabilire in che misura sia da ritenersi auspicabile un'ulteriore sostanziale riduzione del disavanzo commerciale USA. Negli anni precedenti, quest'ultimo era in gran parte ricollegabile al deficit del bilancio federale abbinato a un livello molto basso del risparmio privato USA. Tuttavia, il suo finanziamento internazionale era agevole ed esso potrebbe aver contribuito a sostenere l'attività economica mondiale in un contesto di ampie eccedenze di risparmio in Germania e Giappone, nonché di un progressivo allentamento dei vincoli ai flussi internazionali di capitali che ha comportato un'ondata di diversificazioni di portafoglio a favore degli investimenti negli Stati Uniti, e data l'incapacità di molti paesi in via di sviluppo di attrarre un adeguato volume di capitali esteri. Alcuni di questi fattori sono ora cambiati o potrebbero essere sul punto di cambiare. E' probabile che il programma di riduzione del disavanzo di bilancio USA diminuisca o addirittura annulli il deficit nel corso dei prossimi anni. Le esigenze connesse agli sviluppi nella parte orientale della Germania sono destinate ad assorbire praticamente l'intera, precedentemente ampia, eccedenza di risparmio di questo paese. Nel contempo, vari paesi dell'Europa orientale hanno bisogno di un volume cospicuo di capitali esteri, anche se – come nel caso della maggior parte dei PVS – questi potranno affluire solo con il sostegno ufficiale dei paesi occidentali. Inoltre, a seguito della guerra del Golfo, è probabile che alcuni dei precedenti forti esportatori di capitali di quest'area siano divenuti temporaneamente importatori netti di capitali esteri.

La diversificazione di portafoglio in favore del dollaro potrebbe rallentare

Infine, poiché la quota delle attività statunitensi nei portafogli internazionali è aumentata nettamente negli ultimi anni e il processo di liberalizzazione dei flussi internazionali di capitali è stato più o meno completato nei principali paesi industriali, è alquanto probabile che ora il processo di diversificazione di portafoglio a favore delle attività USA possa rallentare. Nel contempo, l'evoluzione del cosiddetto "spazio economico allargato" in Europa e la crescente importanza delle economie dell'area del Pacifico potrebbero incoraggiare una certa diversificazione di portafoglio da parte dei residenti USA in favore di investimenti internazionali. Si può quindi dubitare che – a prescindere dalle considerazioni di cambio – i flussi internazionali netti di capitali continuino a evolvere in senso favorevole agli Stati Uniti con la stessa intensità dello scorso decennio.

In breve, sulla base delle argomentazioni e degli sviluppi ora considerati potrebbe essere senz'altro appropriata un'ulteriore riduzione del disavanzo commerciale USA. L'attuale livello del dollaro, in particolare dopo la sua più

recente correzione al rialzo, può essere quindi considerato nel complesso realistico, benché si situi ancora leggermente al disotto dei livelli appropriati indicati dai raffronti delle parità di potere d'acquisto.

Gli sviluppi nell'ambito del meccanismo di cambio dello SME

Il periodo in rassegna è stato significativo sia per l'ulteriore evoluzione dello SME sia per il ruolo da esso svolto nel facilitare la convergenza degli andamenti economici tra i paesi membri. Lo si è potuto constatare non solo dagli ulteriori progressi ottenuti nel ridurre alcuni tra i più importanti differenziali d'inflazione, ma anche dall'ulteriore restringimento dei differenziali d'interesse nei confronti della Germania. Di conseguenza, allorché le divergenze congiunturali all'interno della Comunità europea si sono accentuate – in particolare per la continua, rapida espansione dell'economia tedesca – le conseguenti tensioni fra esigenze interne e impegni di cambio degli AEC sono state relativamente contenute. I progressi in seno allo SME emergono altresì chiaramente dagli impegni che vari governi hanno ritenuto di poter assumere. Proprio all'inizio del periodo, ai primi di gennaio 1990, le autorità francesi hanno mostrato la loro fiducia nei confronti dell'esistente assetto delle parità in seno allo SME, abolendo tutti i residui controlli valutari. Nel maggio 1990 il governo italiano ha ritenuto di poter adottare provvedimenti analoghi, così come ha fatto la Spagna nell'aprile di quest'anno. Nel giugno 1990, le autorità belghe hanno annunciato l'intenzione di legare più strettamente il franco belga al marco, riducendo di fatto il margine di fluttuazione consentito alla moneta belga entro la banda stretta, anche se in misura non specificata. Le autorità britanniche hanno colto di sorpresa i mercati facendo aderire la sterlina agli AEC ai primi di ottobre, inizialmente con un margine di fluttuazione ampio del $\pm 6\%$. Infine, sempre in ottobre, le autorità portoghesi hanno modificato il sistema di parità mobili per l'escudo, collegandolo a un indice di valute degli AEC anziché al precedente indice globale ponderato in base all'interscambio, e consentendo al tasso di cambio di reagire più flessibilmente alle condizioni di mercato. Al di fuori dello SME, le autorità norvegesi hanno annunciato in ottobre l'intenzione di collegare la corona all'ecu con un margine di fluttuazione del $\pm 2\frac{1}{4}\%$. Il 17 maggio di quest'anno anche le autorità svedesi hanno annunciato la loro decisione di ancorare il valore della corona svedese all'ecu con un margine di fluttuazione del $\pm 1\frac{1}{2}$ soltanto.

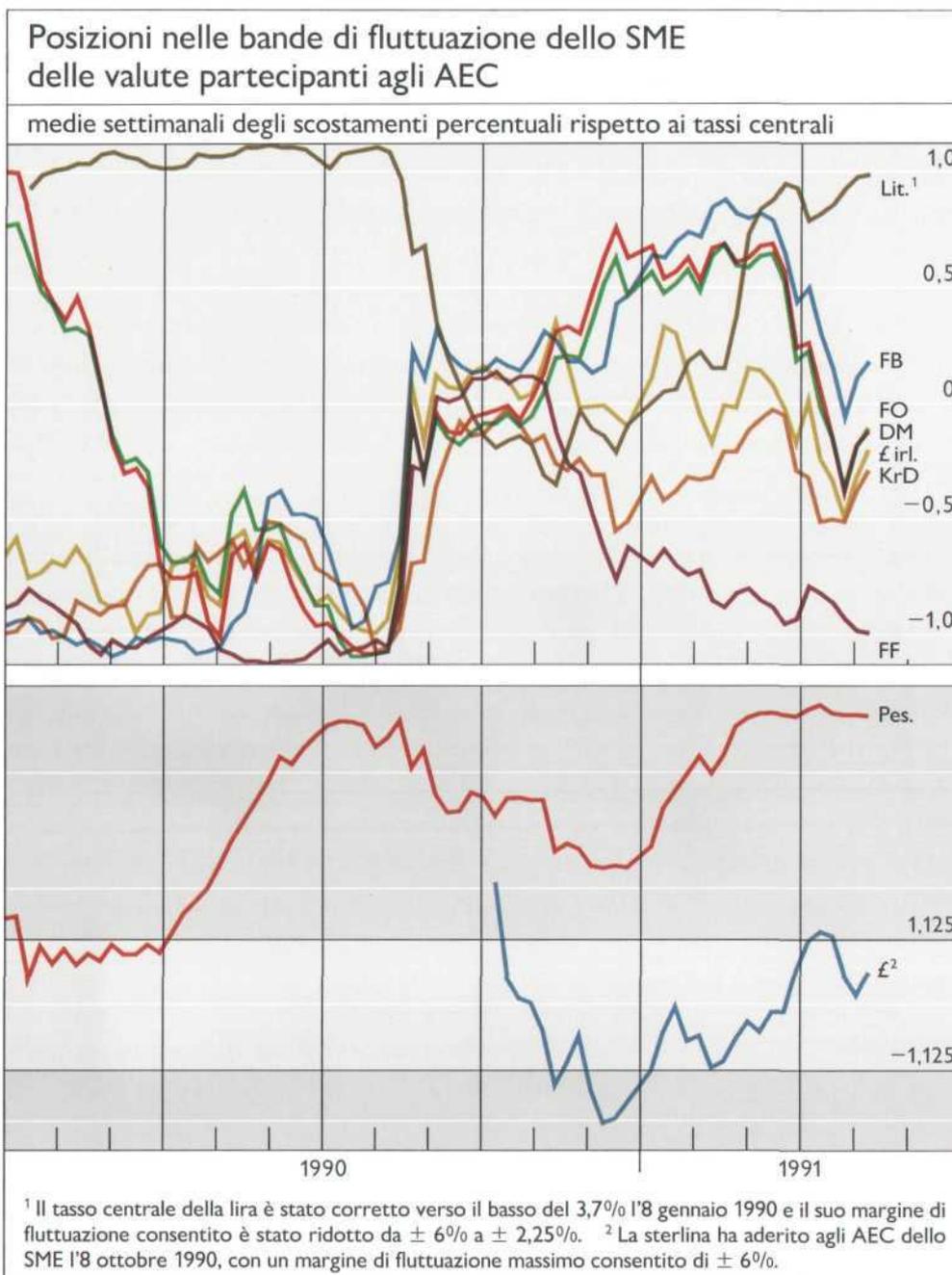
Gli sviluppi in seno agli AEC durante il periodo in esame possono essere suddivisi per convenienza in quattro fasi distinte. La prima, protrattasi fino ad agosto, ha visto l'ingresso della lira nella banda stretta degli AEC ai primi di gennaio dello scorso anno. Insieme alla ferma volontà mostrata dalle autorità francesi di non alterare la parità del franco, ciò ha comportato un periodo di relativa calma dopo le precedenti speculazioni su un riallineamento più generalizzato delle parità all'interno degli AEC. Da questi sviluppi deriva la caratteristica più saliente della prima fase, ossia il riemergere dei differenziali d'interesse nominali a fattore determinante della configurazione dei flussi internazionali di capitali. Di conseguenza, la lira ha segnato un rapido rialzo, fino a divenire la valuta più forte nella banda stretta, e dopo la liberalizzazione degli afflussi di capitali in Spagna anche la peseta è fortemente salita, fino a toccare il limite superiore della banda larga. Le conseguenti pressioni a favore di una riduzione

Perdurante
convergenza

Ulteriore
rafforzamento
e ampliamento
degli impegni
di cambio
negli AEC

Quattro fasi:

ruolo preminente
dei differenziali
d'interesse
nominali ...



dei tassi d'interesse non sempre sono state giudicate appropriate, dati i saggi d'inflazione relativamente elevati in Italia e Spagna, e considerevoli interventi sono stati talora effettuati, specie da parte delle autorità italiane. Nondimeno, in questo periodo anche i differenziali d'interesse hanno subito una certa riduzione. Malgrado ciò, fra gennaio e aprile il marco è sceso al disotto del margine superiore della banda stretta, toccando persino il limite inferiore allo scoppio della crisi del Golfo. A seguito dell'azione delle autorità francesi per ridurre i tassi d'interesse ufficiali, in questa prima fase il franco si è trovato talvolta al suo limite inferiore nei confronti della lira.

... cautela indotta dalla crisi del Golfo...

E' stato lo scoppio della crisi del Golfo all'inizio di agosto a indurre a una più generale riconsiderazione dei rischi di cambio insiti nelle valute a elevato tasso d'interesse. Questa seconda fase degli sviluppi in seno agli AEC è stata contrassegnata da forti movimenti delle valute partecipanti verso le rispettive

parità centrali, una configurazione rimasta più o meno invariata sino a fine ottobre. Il perdurante indebolimento del dollaro durante questa fase non ha provocato, dato l'incerto contesto internazionale, le consuete tensioni all'interno degli AEC derivanti da un rafforzamento del marco. Anzi, il franco francese, beneficiando in agosto dell'annuncio di favorevoli dati sull'inflazione in Francia, è salito fino a toccare il massimo degli ultimi tre anni nei confronti del marco, e le autorità francesi sono state in grado di accrescere le loro riserve in valuta.

Nondimeno, il nuovo deciso rialzo dei tassi a breve tedeschi in novembre e dicembre ha segnato l'inizio della terza fase degli sviluppi nell'ambito degli AEC, durante la quale il marco si è rafforzato e il franco francese indebolito, ampliando così lo scostamento di queste valute rispetto ai loro tassi centrali. In effetti, dalla fine di ottobre il franco ha mostrato una tendenza al ribasso pressoché continua, mantenendo costantemente la posizione di moneta più debole nella banda stretta. Sebbene nessuna delle due valute in questione abbia raggiunto i propri limiti, vi sono stati interventi intramarginali nel quadro dei più ampi sforzi internazionali volti a frenare la sostenutezza del marco nei confronti del dollaro. Le dimissioni del Ministro degli Esteri sovietico, il 20 dicembre, hanno tuttavia intaccato la fiducia nel marco, che agli inizi di quest'anno ha ceduto al franco belga la posizione di vertice nella fascia. L'aumento dei tassi d'interesse ufficiali tedeschi all'inizio di febbraio non ha causato tensioni di rilievo, in quanto si è accompagnato a una flessione dei tassi a lungo termine e, al di fuori degli AEC, a vendite coordinate di marchi volte ad arginare la debolezza del dollaro. Inoltre, pur trovandosi ancora nella posizione più bassa della banda stretta, il franco francese ha tratto un certo beneficio dalla precedente e perdurante riduzione del differenziale d'inflazione francese rispetto alla Germania.

Agli inizi del marzo 1991, la lira si è nuovamente rivelata la moneta più forte nella banda stretta e ciò, insieme al netto recupero del dollaro, ha di fatto segnato l'avvio della terza fase degli sviluppi nell'ambito degli AEC durante il periodo considerato. Come la prima fase, anche quest'ultima è stata caratterizzata dall'affermarsi dei differenziali d'interesse nominali come importante fattore delle pressioni sulle valute, che hanno spinto in marzo la peseta al suo limite superiore rispetto al franco francese. La forte ripresa del dollaro, i timori circa gli sviluppi nella Germania orientale e il netto deterioramento del saldo corrente tedesco hanno contribuito a far ridiscendere il marco al centro della fascia stretta, dileguando così le aspettative di un sostanziale riallineamento dei tassi centrali. Anche la sterlina ha mostrato in questo periodo un rinnovato vigore, sulla scorta di considerazioni di tasso d'interesse nominale, e le autorità hanno più volte colto l'occasione per manovrare al ribasso il livello generale dei tassi d'interesse britannici. Tuttavia, per la Spagna in particolare, è sorto nuovamente un certo conflitto fra le pressioni a favore di un ribasso dei tassi d'interesse e la necessità di combattere l'inflazione interna. D'altra parte, la debolezza della domanda nell'economia francese ha fatto sì che un rialzo dei tassi d'interesse fosse una risposta inadeguata alle pressioni sul mercato dei cambi, e in marzo si è fatto ancora una volta ricorso a interventi. Quindi, con la più generale distensione dei tassi d'interesse in Europa si è rivelato possibile ridurre leggermente anche i tassi francesi, nonostante le pressioni sui mercati valutari.

... tensioni a causa della stretta monetaria tedesca ...

... vigore del dollaro e rinnovato ruolo predominante dei differenziali d'interesse nominali

La produzione e il mercato dell'oro

Debolezza del prezzo dell'oro, nonostante le pronunciate incertezze economiche e politiche

L'aspetto forse piú degno di rilievo del mercato dei metalli preziosi nel periodo in esame è costituito dalla mancanza di una reazione significativa del prezzo dell'oro al conflitto nel Golfo, alle perturbazioni politiche in Unione Sovietica e ai ricorrenti timori circa la solidità del sistema bancario internazionale. Benché le quotazioni abbiano mostrato un'instabilità su base giornaliera leggermente superiore rispetto agli ultimi anni e nonostante una loro temporanea reazione agli straordinari accadimenti, sono del tutto mancate quelle persistenti pressioni al rialzo così palesi in occasione di precedenti episodi di conflitto in Medio Oriente e di eccezionali rincari dei prezzi dell'energia. Alla fine del 1990, le quotazioni erano addirittura leggermente inferiori a quelle dell'inizio dell'anno. Ciò fa ritenere che l'oro abbia perso parte della sua attrattiva come bene-rifugio, quanto meno finché è prontamente disponibile una gamma di attività finanziarie a basso rischio e con rendimenti reali piuttosto elevati. La continua espansione dell'offerta di oro e la crescente tendenza dei produttori e di altri detentori a immettere oro sul mercato quando le quotazioni mostrano una certa sostenezza potrebbero aver altresí contribuito al debole andamento dei corsi del metallo.

Continue, ingenti forniture ...

Lo scorso anno, le forniture di oro al mercato sono proseguite all'elevato livello di oltre 2.200 tonnellate già raggiunto nel 1989. Si è avuta un'ulteriore espansione delle vendite sul mercato da parte dell'Unione Sovietica e della Cina, nonché una ripresa dei nuovi prestiti netti in oro. D'altro canto, contrariamente all'anno precedente, nel 1990 le cessioni dirette di oro da parte di detentori ufficiali non hanno costituito una fonte rilevante di offerta netta aggiuntiva.

... da miniere nel Nordamerica e in Australia ...

La produzione mineraria occidentale è aumentata per l'undicesimo anno consecutivo, di circa 50 tonnellate, passando a 1.735 tonnellate. Quest'ulteriore crescita, in presenza di una persistente debolezza dei corsi, è in gran parte la conseguenza dei tempi lunghi intercorrenti fra prospezione mineraria e produzione. I prezzi elevati prevalenti agli inizi degli anni ottanta, nonché lo sviluppo di tecniche per la proficua estrazione da minerali a basso tenore aurifero, hanno indotto le società ad aprire miniere in Nordamerica, Australia e in varie altre regioni. Lo scorso anno, la produzione negli Stati Uniti è aumentata di quasi l'11%, salendo a 295 tonnellate e quasi decuplicandosi rispetto al 1980. In Australia, la produzione è balzata a 241 tonnellate, con un incremento del 18%, in parte dovuto al desiderio di massimizzare l'estrazione di oro prima dell'introduzione,

Mercato dell'oro: fonti e impieghi (stime)					
Voci	1986	1987	1988	1989	1990
	tonnellate				
Produzione	1.300	1.385	1.555	1.685	1.735
Altri fornitori*	400	300	260	300	350
Variazioni nelle disponibilità auree ufficiali per operazioni di mercato (- = aumento)	-10	95	-175	175	35
Nuovi prestiti netti in oro	-	70	150	50	100
Totale (= impieghi non monetari)	1.690	1.850	1.790	2.210	2.220

* Unione Sovietica, Cina, Corea del Nord e paesi dell'Europa orientale.

Produzione mondiale di oro ¹								
Paesi	1953	1970	1980	1986	1987	1988	1989	1990
	tonnellate							
Sudafrica	371	1.000	675	640	607	621	608	605
<i>Quota sulla produzione mondiale di oro</i>	<i>49,1</i>	<i>78,6</i>	<i>70,2</i>	<i>49,3</i>	<i>43,8</i>	<i>39,9</i>	<i>36,1</i>	<i>34,9</i>
Stati Uniti	61	54	31	118	155	201	266	295
Australia	33	20	17	75	111	157	204	241
Canada	126	75	52	106	117	135	160	165
Brasile	4	9	35	67	85	102	101	78
Filippine	15	19	22	39	40	39	38	37
Papua-Nuova Guinea	0	1	14	36	34	37	34	34
Colombia	14	7	17	27	33	33	32	33
Cile	4	2	9	22	21	25	27	32
Ghana	23	22	11	12	12	12	15	17
Zimbabwe	16	15	11	15	15	15	16	17
Perù	4	3	5	11	11	10	13	15
Venezuela	1	1	1	15	16	20	17	14
Indonesia	0	0	2	8	12	12	11	13
Giappone	7	8	7	14	14	14	11	12
Altri paesi ¹	76	37	53	94	104	122	130	126
Produzione mondiale	755	1.273	962	1.299	1.387	1.555	1.683	1.734
<i>Per memoria:</i>	<i>medie annue, in dollari USA per oncia</i>							
<i>prezzi di mercato dell'oro</i>								
<i>in dollari USA correnti</i>	<i>35,00</i>	<i>35,94</i>	<i>614,63</i>	<i>368,03</i>	<i>446,53</i>	<i>436,82</i>	<i>381,05</i>	<i>383,65</i>
<i>in dollari USA costanti²</i>	<i>35,00</i>	<i>24,78</i>	<i>199,63</i>	<i>89,87</i>	<i>105,19</i>	<i>98,87</i>	<i>82,27</i>	<i>78,59</i>

¹ Esclusi l'Unione Sovietica, altri paesi dell'Europa orientale, Cina e Corea del Nord. ² Dati deflazionati in base all'indice dei prezzi al consumo (1953 = 100).
 Fonti: Consolidated Gold Fields PLC (Londra) e Gold Fields Mineral Services Ltd. (Londra).

dal 1° gennaio 1991, di un'imposta societaria sulle compagnie minerarie. Contrasta nettamente con la forte espansione della produzione mineraria in questi paesi l'ulteriore calo della produzione del Sudafrica a 605 tonnellate. Ai prezzi medi prevalenti nel 1990, una parte notevole dell'industria mineraria di questo paese è risultata non redditiva.

Anche se pare che l'Unione Sovietica stia per essere superata dagli Stati Uniti nel ruolo di secondo produttore mondiale di oro, essa fornisce ancora al mercato mondiale ingenti quantitativi di oro, che concorrono per circa tre quarti agli introiti delle sue esportazioni non petrolifere. In aggiunta, negli ultimi anni la Cina ha considerevolmente accresciuto la propria produzione. Non sono peraltro disponibili dati affidabili sull'ammontare aggregato di oro fornito al mercato da questi paesi, e le stime sono rese più difficili da operazioni temporanee di *swap* e dall'uso di oro a garanzia di prestiti, due tipi di operazioni alle quali l'Unione Sovietica pare aver fatto ampio ricorso nel 1990. Queste transazioni hanno consentito al paese di servirsi delle sue riserve auree senza perturbare il mercato a pronti attraverso vendite dirette. Nel complesso, si può stimare che nel 1990 i paesi summenzionati abbiano offerto al mercato, tramite vendite dirette, 350 tonnellate, l'ammontare più elevato dal 1986.

... e da paesi orientali

Modeste variazioni nelle disponibilità ufficiali aggregate ...

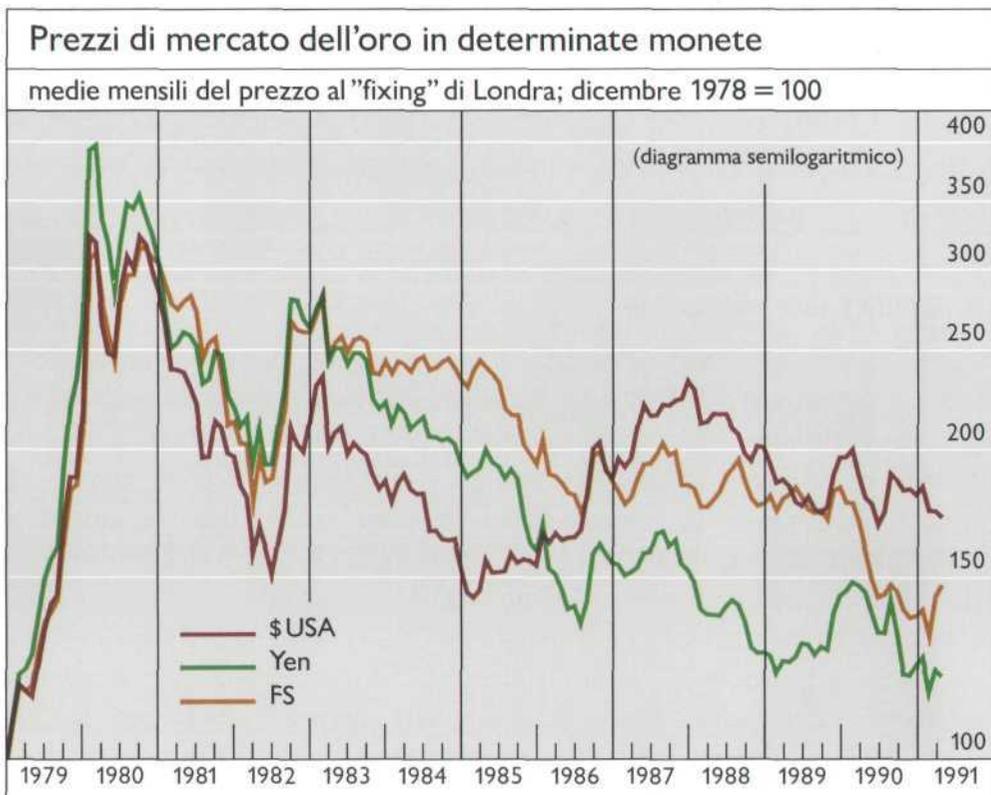
In netto contrasto con l'anno precedente, quando i detentori ufficiali avevano ceduto 175 tonnellate di oro, nel 1990 vi sono state solo modeste variazioni nelle disponibilità ufficiali aggregate, in quanto alcune vendite nette di singoli paesi sono state compensate dall'aumento delle riserve di istituzioni internazionali. Il Canada ha proseguito la sua strategia di riduzione delle scorte auree ufficiali, vendendo 42 tonnellate. L'Ungheria e la Cecoslovacchia hanno fortemente attinto alle proprie riserve auree per ragioni di bilancia dei pagamenti: l'Ungheria nella misura di 37 tonnellate, ossia dell'80%, e la Cecoslovacchia di 34 tonnellate, ossia per il 30%. D'altro canto, il Brasile ha accresciuto di 50 tonnellate (+54%) le sue consistenze, e il Sudafrica di 31 tonnellate (+33%).

... ma aumento dei prestiti in oro

Lo scorso anno l'attività di prestito in oro è nettamente aumentata, benché i rischi di tali operazioni siano stati evidenziati dall'insolvenza della Drexel Burnham Lambert, un conglomerato finanziario con ampie passività in oro. I tassi d'interesse sui prestiti in oro hanno temporaneamente raggiunto livelli record di oltre il 3%, presumibilmente di riflesso alla percezione dell'accresciuto rischio causata dal suddetto dissesto e al più accentuato pessimismo circa il futuro andamento del prezzo del metallo. Nel complesso, il nuovo ammontare netto di oro affluito al mercato tramite questi prestiti, senza che si siano ridotte le riserve ufficiali notificate, può stimarsi in circa 100 tonnellate.

Perdurante vigore della domanda a scopi di oreficeria nonostante l'inizio della recessione

La domanda di oro è stata smorzata dall'incipiente recessione in alcuni fra i principali paesi. Tuttavia, nonostante i cospicui acquisti degli anni precedenti e la prospettiva di una minore domanda dei consumatori, l'industria orafa ha continuato ad acquistare quando i prezzi stavano rapidamente calando. Nel Medio Oriente, gli acquisti sono stati stimolati dall'espansione delle contrattazioni in oro patrocinate a livello ufficiale in Turchia. In India, l'allentamento delle restrizioni alle importazioni di oro ha consentito l'emergere di una domanda latente.



In Estremo Oriente, il leggero incremento delle importazioni giapponesi è stato più che compensato dalla flessione di quelle di Taiwan. Le acquisizioni del Giappone (escluse le monete) sono salite a oltre 300 tonnellate, rispetto alle 284 del 1989. Nella misura di 60–70 tonnellate si è trattato di acquisti del Governo per il conio di una moneta commemorativa. D'altra parte, le importazioni di Taiwan sono scese a 104 tonnellate, da 160 nel 1989 e 355 nel 1988.

Nel periodo sotto rassegna, il prezzo dell'oro, pur essendo nel complesso diminuito solo di poco in termini di dollari, ha continuato a registrare fluttuazioni piuttosto accentuate. Sorretto da una vigorosa domanda in Estremo Oriente, da un certo interesse da parte di acquirenti istituzionali in Europa e dalle ridotte vendite a termine delle società minerarie, il corso dell'oro è rimasto alquanto sostenuto nei primi mesi del 1990, raggiungendo un massimo di oltre \$ 420 agli inizi di febbraio. Tuttavia, il 23 marzo le massicce vendite notificate di detentori medio-orientali hanno causato il più forte calo giornaliero dei corsi dell'oro dal luglio 1984, facendo presagire un ulteriore indebolimento nei mesi a venire. Successivamente, le quotazioni hanno oscillato tra \$ 355 e 380 fino a metà giugno, per poi scendere temporaneamente al disotto di \$ 350, in seguito a un'ulteriore ondata di massicce vendite notificate in Medio Oriente. Sebbene i principali produttori abbiano segnalato di aver fornito un sostegno al mercato in quel momento – e ciò potrebbe aver impedito un calo più accentuato – l'oro nondimeno ha toccato il valore minimo degli ultimi quattro anni in termini di dollari e degli ultimi undici anni in termini di franco svizzero e di yen. Il prezzo è poi risalito a \$ 380 il giorno dell'invasione irachena del Kuwait, che ha dato avvio a una repentina ma effimera impennata a oltre \$ 415. Nonostante il clima di incertezza, il temporaneo rialzo dei corsi petroliferi e la minaccia di una recrudescenza dell'inflazione, il corso dell'oro ha successivamente teso al ribasso nel contesto di un mercato instabile fino all'inizio dell'inverno. La prospettiva di un conflitto nel Golfo ha poi spinto i prezzi verso l'alto, e alla vigilia dell'inizio delle ostilità le quotazioni erano salite al disopra di \$ 400. Tuttavia, nelle due settimane successive esse sono ridiscese al disotto di \$ 370 allorché è apparso che il conflitto sarebbe stato di breve durata, e si sono mantenute entro l'ambito di \$ 350–370 fino a metà maggio.

Tendenza al ribasso del prezzo dell'oro accompagnata da forti oscillazioni

La liquidità internazionale

Il totale delle riserve non auree ufficiali internazionali, valutato in dollari USA correnti, è cresciuto nel 1990 del 15%, ossia a un ritmo leggermente più rapido del commercio mondiale, fino a raggiungere \$ 916 miliardi. Tuttavia, una parte rilevante dell'incremento di \$ 123 miliardi è dovuta agli effetti di cambio. Il marco, lo yen e alcune altre monete utilizzate come strumenti di riserva si sono notevolmente apprezzate nei confronti del dollaro USA, facendo così salire il valore in dollari correnti delle attività ufficiali detenute in queste valute. Anche al netto di tali effetti di cambio, l'incremento dell'11% in volume sovrastima ancora l'espansione effettiva della liquidità globale, poiché non tiene conto del calo nel valore reale del dollaro. Espresso in termini di un paniere di valute, ossia di DSP, il totale delle riserve non auree ufficiali è salito di appena il 6,7%, contro quasi il 9% nel 1989.

Le riserve internazionali si espandono un po' più rapidamente del commercio mondiale

Le disponibilità auree ufficiali, valutate in dollari USA, sono diminuite di quasi il 3% fra fine 1989 e fine 1990. Poiché lo stock di oro in volume è rimasto sostanzialmente invariato, questo calo è da attribuirsi quasi interamente alla flessione nel prezzo di mercato dell'oro intervenuta in quel periodo.

Crescita più lenta
delle riserve
negli Stati Uniti ...

Lo scorso anno, la crescita delle riserve ufficiali si è caratterizzata per quattro principali aspetti. In primo luogo, a causa della debolezza del dollaro per la maggior parte dell'anno, le attività ufficiali USA, che si erano accresciute di quasi \$ 27 miliardi nel 1989, sono aumentate di soli \$ 9 miliardi. Prescindendo da alcuni acquisti di valuta estera nei primi mesi del 1990, quando il dollaro mostrava una forza eccessiva specie nei confronti dello yen, questo incremento è principalmente dovuto a effetti di cambio e alla maturazione di interessi.

... ulteriore
riduzione
in Giappone ...

In secondo luogo, nonostante la pronunciata tendenza al ribasso del dollaro dalla primavera in poi, lo scorso anno i due altri principali paesi a valuta di riserva, Germania e Giappone, si sono astenuti da acquisti diretti di dollari. Anzi, il Giappone è massicciamente intervenuto a sostegno dello yen nel primo trimestre e, nonostante una certa ricostituzione della propria posizione in dollari nel prosieguo dell'anno – per lo più tramite introiti da interessi – alla fine del 1990 registrava un calo di \$ 5,5 miliardi nelle sue disponibilità di riserva rispetto a dodici mesi prima. Ciò faceva seguito a una perdita di riserve ancora più cospicua nel 1989, ammontata a quasi \$ 13 miliardi. Le disponibilità ufficiali tedesche sono aumentate di \$ 7 miliardi, dato che – in considerazione della situazione sul mercato valutario – i proventi da interessi e altri introiti ufficiali in dollari sono andati in gran parte a incremento delle riserve.

... e incremento
solo modesto
in Germania

Un terzo aspetto è rappresentato dal forte accumulo di riserve da parte sia dei partecipanti agli AEC sia di altri paesi europei con stringenti impegni di cambio, e in particolare di quelli che avevano recentemente rimosso i controlli valutari. Nell'ambito degli AEC, l'Italia ha accresciuto di quasi \$ 16 miliardi (+ 34%) le proprie riserve, con un aumento assoluto superiore a quello di qualsiasi altro paese. Questa forte espansione è dovuta ad acquisti di valuta su vasta scala volti a contrastare la pressione al rialzo sulla lira esercitata dai cospicui afflussi di capitali seguiti all'eliminazione in primavera dei residui controlli valutari. Analogamente, durante le temporanee fasi di vigore del franco francese nei confronti del marco le autorità francesi si sono avvalse dell'opportunità di accrescere le proprie riserve ufficiali di \$ 12 miliardi, ossia di quasi il 50%. Anche la Spagna, beneficiando di consistenti afflussi di capitali a lungo termine che hanno più che compensato il disavanzo di parte corrente di \$ 16 miliardi, ha dovuto acquistare valuta estera sul mercato per contenere le spinte al rialzo sulla peseta, e le sue disponibilità ufficiali sono aumentate di quasi \$ 10 miliardi (23%). La Danimarca ha accresciuto le proprie riserve di \$ 4 miliardi, con un incremento del 66%.

Consistente
accumulo
di riserve
da parte di altri
paesi industriali ...

Al di fuori degli AEC, la Svezia ha aumentato le proprie riserve di \$ 8 miliardi, ossia di quasi il 90%. Questa ingente espansione è intervenuta nonostante l'ulteriore deterioramento del suo saldo corrente e può essere attribuita ai massicci afflussi di capitali di riflesso a un differenziale d'interesse nettamente a favore della corona. Si è potuta constatare un'analogia configurazione di fattori in Finlandia, dove le riserve si sono accresciute di \$ 4,5 miliardi, ossia dell'88%.

Variazioni nelle riserve globali							
Aree e periodi	Oro		Valute estere	Posizioni di riserva sul FMI	DSP	Ecu ufficiali	Totale riserve non auree
	in milioni di onces		in miliardi di dollari USA, a prezzi correnti ¹				
Gruppo dei Dieci							
1988	-1,9	-56,9	19,5	-2,9	0,4	-15,3	1,7
1989	-4,4	- 8,5	25,8	-0,9	-0,5	- 1,1	23,3
1990	-1,4	- 7,8	51,4	2,8	1,9	- 0,7	55,4
Consistenze ²	727,5	284,5	347,6	25,0	22,6	52,9	448,1
Altri paesi industriali							
1988	-4,2	- 7,8	11,1	0,2	-0,1	2,7	13,9
1989	0,5	- 0,5	6,7	0,3	0,1	0,2	7,3
1990	0,7	- 0,5	30,9	-0,1	-	1,3	32,1
Consistenze ²	77,2	30,2	134,1	3,5	2,6	9,8	150,0
Paesi dell'Europa orientale³							
1988	0,1	- 0,6	3,4	-	-	-	3,4
1989	0,5	0,1	2,2	-	0,1	-	2,3
1990	-2,3	- 1,0	-5,0	-	-0,1	-	- 5,1
Consistenze ²	7,4	2,9	22,4	-	-	-	22,4
NIEs⁴							
1988	5,8	1,8	7,8	-	-	-	7,8
1989	0,1	- 0,1	5,2	0,2	-	-	5,4
1990	-	- 0,1	6,1	0,1	-	-	6,2
Consistenze ²	13,9	5,4	114,5	0,4	0,1	-	115,0
Paesi in via di sviluppo							
1988	0,8	- 8,6	-9,1	-3,9	-1,9	-	-14,9
1989	-2,0	- 1,8	11,1	-4,2	0,1	-	7,0
1990	0,8	- 0,9	36,5	-2,5	0,2	-	34,2
Consistenze ²	114,3	44,7	171,4	4,9	3,7	-	180,0
<i>di cui:</i>							
Paesi fortemente indebitati⁵							
1988	1,0	- 2,1	-5,7	-0,7	-1,0	-	- 7,4
1989	-1,9	- 1,1	3,4	-	-0,1	-	3,3
1990	2,0	0,5	15,1	-	0,3	-	15,4
Consistenze ²	33,7	13,2	46,6	0,1	0,9	-	47,6
Paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente⁶							
1988	0,1	- 1,7	-3,8	-2,9	-0,3	-	- 7,0
1989	-	- 0,2	1,8	-4,1	0,3	-	- 2,0
1990	-0,1	- 0,3	-1,4	-1,9	-0,3	-	- 3,6
Consistenze ²	22,7	8,9	35,4	3,8	1,3	-	40,5
Totale							
1988	0,6	-72,1	32,7	-6,6	-1,6	-12,6	11,9
1989	-5,3	-10,8	51,0	-4,6	-0,2	- 0,9	45,3
1990	-2,2	-10,3	119,9	0,3	2,0	0,6	122,8
Consistenze ²	940,3	367,7	790,0	33,8	29,0	62,7	915,5

¹ Riserve auree valutate a prezzi di mercato. ² A fine 1990. ³ Bulgaria, Cecoslovacchia, Jugoslavia, Polonia, Romania, Ungheria e Unione Sovietica. I dati per la Bulgaria e l'Unione Sovietica si riferiscono soltanto ai depositi presso le banche dichiaranti alla BRI. ⁴ Corea del Sud, Singapore e Taiwan. ⁵ Argentina, Bolivia, Brasile, Cile, Colombia, Costa d'Avorio, Ecuador, Filippine, Marocco, Messico, Nigeria, Perù, Uruguay e Venezuela. ⁶ Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Iran, Irak, Kuwait, Libia, Oman e Qatar.

... e sue cause

La forte crescita della liquidità internazionale nei paesi industriali le cui monete non sono utilizzate in misura significativa come strumento di riserva rientra in una tendenza di piú lungo periodo. La maggior parte di questi paesi cerca di evitare forti oscillazioni dei rispettivi tassi di cambio, le quali potrebbero distorcere gravemente i segnali di prezzo, alimentare l'inflazione e generare incertezze, che a loro volta potrebbero scoraggiare nuovi investimenti. Inoltre, con la rimozione dei controlli valutari è aumentata la possibilità di improvvisi, massicci flussi di capitali. Di conseguenza, questi paesi hanno teso ad accumulare riserve a un ritmo piú rapido dei paesi d'emissione delle principali valute. In effetti, la quota degli "altri paesi industriali" sul totale delle riserve valutarie è salita dall'11% nel 1980 al 17% lo scorso anno.

Al di fuori dell'Europa, le riserve non auree ufficiali delle economie di nuova industrializzazione (NIEs) del Sud-Est asiatico si sono complessivamente accresciute di \$ 6,2 miliardi lo scorso anno, passando a \$ 115 miliardi. La forte crescita di \$ 7,4 miliardi (36%) nelle attività ufficiali di Singapore, dovuta ad ampi afflussi di capitali e a un'eccedenza corrente di \$ 2 miliardi, è stata superiore all'espansione complessiva di questi paesi. Quanto a Taiwan, i deflussi di capitali hanno piú che controbilanciato l'eccedenza corrente di \$ 11 miliardi, e le riserve ufficiali sono diminuite di \$ 0,8 miliardi, ossia dell'1%.

Forte espansione delle riserve in alcuni PVS...

Un quarto aspetto, piuttosto incoraggiante, è rappresentato dal fatto che i PVS, in netto contrasto con gli ultimi anni, durante i quali le loro riserve ufficiali erano cresciute molto piú lentamente di quelle degli altri gruppi di paesi, sono stati in grado di incrementare notevolmente la propria liquidità internazionale. L'espansione nominale del 23%, pari a \$ 34 miliardi, ha nettamente sopravanzato la crescita delle riserve mondiali nel 1990. Vi sono state tuttavia sostanziali differenze tra i singoli paesi. Particolarmente rilevante è il divario fra i due paesi piú popolosi del mondo, Cina e India. Le politiche macroeconomiche restrittive, nonché le severe limitazioni alle importazioni, hanno consentito alla Cina di ottenere una cospicua eccedenza commerciale e di accrescere le proprie disponibilità ufficiali di quasi \$ 12 miliardi, ossia del 65%. Per contro, il disavanzo corrente dell'India si è ampliato, per lo piú a causa del rialzo dei prezzi petroliferi e delle minori rimesse degli emigrati affluite dalla regione del Golfo. Non essendo in grado di attrarre sufficienti capitali dall'estero, questo paese ha visto ridursi del 60% le proprie riserve non auree ufficiali, calate a soli \$ 1,5 miliardi, equivalenti a poco piú di due settimane di importazioni.

... particolarmente in Cina...

... e in vari paesi esportatori di petrolio...

Gli elevati prezzi dell'energia hanno consentito a vari paesi esportatori di petrolio di ampliare considerevolmente le proprie riserve ufficiali. Il Venezuela e la Nigeria hanno raddoppiato le loro disponibilità, mentre l'Indonesia e la Malaysia hanno accresciuto le proprie di oltre un terzo. L'accumulo di riserve internazionali da parte di Venezuela e Nigeria è stato in effetti uno dei motivi principali della forte crescita complessiva delle disponibilità ufficiali dei paesi fortemente indebitati, aumentate di circa il 50%. Il Messico ha parimenti beneficiato del rialzo dei corsi petroliferi; ma anche gli investimenti diretti e di portafoglio, nonché il rientro di capitali precedentemente trafugati all'estero sono stati all'origine dell'espansione del 55% nelle riserve di questo paese. Anche diversi paesi importatori di petrolio sono stati in grado di aumentare le proprie attività ufficiali di riserva lo scorso anno. La Thailandia ha accresciuto le sue riserve di quasi

Variazioni nelle riserve ufficiali non auree di singoli paesi ¹				
Paesi	Variazioni			Consi- stenze a fine 1990
	1988	1989	1990	
	in miliardi di dollari USA			
Paesi industriali	15,6	30,6	87,5	598,1
Stati Uniti	2,0	26,8	8,7	72,3
Altri paesi del Gruppo dei Dieci	- 0,3	- 3,5	46,7	375,8
Giappone	15,8	-12,8	-5,5	78,5
Germania	-20,3	2,4	6,8	67,5
Italia	4,5	12,1	15,9	62,7
Francia	- 7,6	- 0,7	12,1	36,7
Regno Unito	2,4	- 9,3	1,1	35,9
Svizzera	- 3,3	1,0	3,9	29,2
Svezia	0,3	1,1	8,4	18,0
Canada	8,1	0,7	1,8	17,8
Paesi Bassi	0,1	0,5	0,9	17,4
Belgio	- 0,3	1,5	1,3	12,1
Altri paesi industriali	13,9	7,3	32,1	150,0
di cui: Spagna	6,4	4,4	9,7	51,1
Portogallo	1,8	4,9	4,5	14,4
Danimarca	0,7	- 4,4	4,2	10,6
Finlandia	-	- 1,3	4,5	9,6
Paesi dell'Europa orientale ²	3,4	2,3	-5,1	22,4
di cui: Unione Sovietica	1,2	- 0,7	-6,0	8,7
Polonia	0,6	0,3	2,2	4,5
NIEs ²	7,8	5,4	6,2	115,0
di cui: Singapore	1,8	3,3	7,4	27,7
Paesi in via di sviluppo	-14,9	7,0	34,2	180,0
di cui: Cina	2,2	- 0,6	11,6	29,6
Tailandia	2,1	3,4	3,8	13,3
Arabia Saudita	- 2,1	- 3,8	-5,1	11,7
Malaysia	- 0,9	1,3	2,7	10,5
Messico	- 7,2	1,1	3,5	9,9
Venezuela	- 2,9	1,0	4,2	8,3
Indonesia	- 0,5	0,4	2,0	7,5
Libia	- 1,5	-	1,5	5,8
Argentina	1,7	- 1,9	3,2	4,7
Nigeria	- 0,5	1,1	2,1	3,9
Marocco	0,1	- 0,1	1,6	2,1
India	- 1,6	- 1,0	-2,3	1,5
Totale	11,9	45,3	122,8	915,5

¹ Compresse le posizioni in ecu ufficiali. ² Si veda la tabella precedente per i raggruppamenti di paesi.

\$ 4 miliardi, a seguito di forti afflussi di capitali privati che hanno più che compensato il disavanzo corrente. Grazie a una massiccia svalutazione e al mantenimento di restrizioni all'importazione, l'Argentina ha fortemente accresciuto la propria eccedenza commerciale e più che triplicato le sue attività di riserva, portandole a \$ 4,7 miliardi.

... ad eccezione del Medio Oriente

A causa del conflitto del Golfo, nel 1990 vari paesi del Medio Oriente hanno dovuto effettuare cospicui prelievi sulle loro riserve ufficiali. A livello aggregato, le disponibilità dei paesi esportatori di petrolio della regione sono calate dell'8%, scendendo a \$41 miliardi. L'Arabia Saudita ha segnato una riduzione di \$5 miliardi, ossia del 30%, nelle sue riserve non auree.

Forti prelievi sulle riserve dei paesi dell'Europa orientale

I paesi dell'Europa orientale hanno ridotto parimenti le loro riserve internazionali nel 1990. La flessione di quasi un quinto ha rispecchiato il pressante fabbisogno di fondi esterni per il finanziamento delle importazioni e le crescenti difficoltà nell'attrarre capitali privati. L'Unione Sovietica ha visto calare i suoi depositi presso le banche dichiaranti alla BRI a soli \$8,7 miliardi, con un calo di oltre il 40%. La Romania e la Cecoslovacchia hanno ridotto le proprie riserve non auree ufficiali di circa \$1 miliardo ciascuna, con decrementi rispettivi del 62 e 49%. Inoltre, la Cecoslovacchia, come l'Ungheria, ha fortemente attinto alle proprie disponibilità auree ufficiali. D'altra parte, la Polonia, che ha registrato un consistente avanzo commerciale in valuta convertibile pur continuando ad accumulare interessi arretrati nei confronti dei propri creditori, ha quasi raddoppiato le sue riserve non auree, portandole a \$4,5 miliardi.

Lo scorso anno si è avuto un ulteriore spostamento nella composizione delle attività di riserva internazionale, poiché quelle in valuta estera sono aumentate più rapidamente delle altre componenti. Le riserve detenute in questa forma sono balzate a \$790 miliardi, con un aumento del 18% che ne ha portato la quota sul totale delle riserve internazionali (oro escluso) all'86%, il livello più elevato dell'ultimo decennio. Agli effetti di cambio va attribuita una parte notevole dell'incremento in dollari correnti. A tassi di cambio costanti, le disponibilità in valuta sono aumentate di \$87 miliardi, ossia del 12%.

Ulteriore flessione delle posizioni sul FMI

Dopo essersi contratte per due anni consecutivi, le posizioni di riserva sul Fondo monetario internazionale si sono complessivamente stabilizzate in termini di dollari correnti. Tuttavia, espresse in DSP, esse sono scese di quasi il 7%, di riflesso a ulteriori rimborsi netti di crediti da parte di paesi che avevano attinto alle risorse del Fondo negli anni successivi allo scoppio della crisi debitoria. Fra i PVS, le maggiori flessioni nelle posizioni di riserva sono state registrate da India (DSP 0,5 miliardi) e Arabia Saudita (DSP 1,6 miliardi). Il totale delle posizioni di riserva dei paesi industriali è aumentato di soli DSP 0,4 miliardi, in quanto un incremento di DSP 1,5 miliardi nella posizione di riserva del Giappone è stato ampiamente compensato da decrementi in quelle di altri paesi. A fine anno, le posizioni di riserva sul Fondo rappresentavano meno del 4% del totale delle riserve non auree internazionali.

Ruolo cardine del Fondo nel convogliare finanziamenti verso paesi in difficoltà

Questa modesta quota delle posizioni di riserva sul FMI sottovaluta l'importanza del ruolo svolto dal Fondo nell'alleviare le situazioni di carenza di liquidità internazionale. In primo luogo, tutti i paesi, anche i più poveri, beneficiano di un incremento nelle loro posizioni di riserva sul Fondo allorché le quote vengono aumentate in occasione di una delle revisioni periodiche. In altre circostanze gli incrementi delle posizioni di riserva vanno principalmente ai paesi con abbondante liquidità, ma tali posizioni originano in quanto il FMI eroga crediti a paesi con difficoltà di bilancia dei pagamenti. Inoltre, poiché la decisione del Fondo di accordare crediti è generalmente vista come un avallo della strategia di aggiustamento macroeconomico e strutturale di un paese, i finanziamenti del FMI spesso

attivano afflussi di capitali privati o aprono la strada a un alleggerimento dell'onere debitorio. Per questo motivo, l'influenza del Fondo sulla liquidità dei paesi che accusano una carenza di riserve internazionali nonché sulle strategie di aggiustamento macroeconomico e strutturale è alquanto considerevole.

In effetti, nel 1990 e agli inizi del 1991 un ampio numero di PVS e di paesi dell'Europa orientale ha negoziato accordi con il Fondo. A fine marzo di quest'anno il FMI aveva stanziato più di \$ 18 miliardi per sostenere programmi di aggiustamento di paesi membri, di cui \$ 9 miliardi rappresentano saldi non utilizzati. Alcuni dei programmi patrocinati dal Fondo rientrano nel quadro dell'iniziativa Brady per la riduzione del debito e del connesso servizio, mentre altri avevano lo scopo di assistere taluni paesi nel far fronte a parte dei problemi originati dall'invasione irachena del Kuwait. Il FMI e la Banca Mondiale hanno altresì iniziato a svolgere un ruolo attivo nel promuovere il processo di transizione dei paesi dell'Europa orientale e nell'incoraggiarne l'integrazione nel sistema commerciale internazionale. Poiché questi paesi avranno bisogno di incrementare notevolmente le proprie riserve per rendere convertibili le loro valute, nonché per allentare e infine eliminare le restrizioni all'interscambio attualmente in vigore, molti dei programmi multilaterali messi in atto dalle istituzioni di Bretton Woods prevedono un incremento delle riserve internazionali di tali paesi.

Allo scopo di consentire al FMI di continuare ad assistere i paesi nel soddisfacimento delle loro esigenze di liquidità, il Consiglio dei Governatori del Fondo ha concordato lo scorso giugno un incremento del 50% delle quote dei membri. Tuttavia, prima di entrare in vigore tale incremento dovrà essere ratificato da una maggioranza ponderata dei membri. Inoltre, per rafforzare la capacità del FMI di far fronte all'accumulo di arretrati, è in corso un emendamento degli Statuti che consenta la sospensione dei diritti di voto di un membro qualora esso non onori i propri impegni.

Nona ricostituzione delle quote del FMI

Saldo corrente USA e variazioni stimate delle riserve in valuta (al netto degli effetti di cambio ¹)					
Voci	1986	1987	1988	1989	1990
	in miliardi di dollari USA				
Saldo corrente USA	145,4	162,3	128,9	110,0	99,3
Variazioni nelle riserve non auree USA	- 0,3	- 10,3	4,6	27,0	2,3
di cui: riserve in valuta	1,0	- 8,6	5,7	26,9	2,8
Variazioni nelle riserve in valuta di paesi diversi dagli Stati Uniti	27,4	150,9	43,9	26,7	84,2
Attività ufficiali identificate in dollari detenute negli Stati Uniti	35,1	54,8	40,1	- 4,4	29,4
Riserve in dollari detenute presso banche al di fuori degli Stati Uniti ²	- 0,6	16,9	- 10,2	5,6	7,1
Riserve in dollari non classificate	14,4	26,4	- 16,9	3,1	2,0
Riserve non in dollari ³	- 21,5	52,8	30,9	22,4	45,7

¹ Variazioni calcolate a tassi di cambio costanti (di fine periodo). ² Depositi di istituzioni monetarie ufficiali presso le eurobanche dichiaranti alla BRI. Comprende tutti i depositi presso queste banche di Cina, Bulgaria e Unione Sovietica. ³ Stime da fonti FMI e BRI.

Lo scorso anno le disponibilità complessive di DSP hanno segnato un'espansione di \$ 2 miliardi, ossia del 7%, peraltro dovuta interamente a effetti di cambio. In termini di volume, esse sono rimaste sostanzialmente invariate. Analogamente, le disponibilità di ecu ufficiali sono aumentate di \$ 0,6 miliardi, ossia dell'1%, parimenti a seguito degli effetti di cambio. Espresso in ecu, l'ammontare in essere è diminuito di quasi il 9%.

Tre aspetti sono degni di nota nella configurazione degli impieghi delle riserve ufficiali nel 1990. Il primo è dato dalla forte crescita delle attività in valute diverse dal dollaro, che hanno costituito oltre la metà dell'espansione delle riserve valutarie ufficiali. Ciò non è tanto dovuto a un accumulo di riserve da parte degli Stati Uniti, che per definizione detengono le proprie disponibilità valutarie in monete diverse dal dollaro, quanto piuttosto al fatto che le autorità europee hanno cercato di contenere le fluttuazioni dei tassi di cambio intraeuropei entro limiti ristretti. Di conseguenza, esse hanno acquisito attività denominate prevalentemente nelle valute partecipanti agli AEC, segnatamente il marco, ma in misura crescente anche ecu privati, il cui mercato si è notevolmente sviluppato negli ultimi anni in termini di liquidità e di efficienza (Capitolo VI). La quota del dollaro sul totale di \$ 790 miliardi di riserve valutarie è scesa dal 59 al 55%. Le quote del marco e dello yen sono aumentate di circa 1,5 punti percentuali ognuna, passando rispettivamente al 21 e al 10%. Le disponibilità ufficiali di ecu privati sono balzate a quasi \$ 37 miliardi, con un incremento dell'80%, che ha portato la loro quota sul totale delle riserve in valuta dal 3 a quasi il 5%.

Il secondo aspetto concerne la misura in cui i detentori ufficiali hanno impiegato le acquisizioni di riserve direttamente negli Stati Uniti. Poiché le attività ufficiali sono talvolta collocate anzitutto presso banche e società di intermediazione finanziaria all'estero prima di raggiungere gli Stati Uniti, i dati della bilancia dei pagamenti USA non sono sempre in grado di rivelare appieno la misura in cui il saldo corrente del paese è stato finanziato dagli investimenti di attività ufficiali in dollari. Lo scorso anno oltre tre quarti dell'incremento di quasi \$ 40 miliardi delle riserve ufficiali in dollari sono stati investiti direttamente negli Stati Uniti, mentre nel 1989 le disponibilità identificate in dollari detenute in questo paese erano leggermente calate.

L'ultimo aspetto degno di rilievo è la preferenza mostrata dai detentori ufficiali per le attività a lungo termine nella scelta degli impieghi negli Stati Uniti. Nel 1990 le istituzioni ufficiali estere hanno collocato \$ 24 miliardi in obbligazioni e notes negoziabili del Tesoro USA, ma soltanto \$ 1,5 miliardi in buoni e certificati del Tesoro. Poiché gli investitori privati esteri hanno ridotto lo scorso anno le loro disponibilità di titoli di Stato USA a lungo termine, il settore ufficiale ha contribuito in misura più che proporzionale all'espansione totale delle disponibilità estere di obbligazioni e notes del Tesoro USA.

Nel primo trimestre 1991, le riserve non auree dei paesi del Gruppo dei Dieci sono diminuite di \$ 28 miliardi in termini di dollari correnti. Questa riduzione è in gran parte dovuta agli effetti di cambio risultanti dall'apprezzamento del dollaro USA. Ove si escludano questi ultimi, la contrazione delle riserve non auree scende a meno di \$ 4 miliardi; per le disponibilità ufficiali aggregate in valuta essa è stata di \$ 7 miliardi. Benché le autorità siano intervenute da entrambi i lati del mercato (si vedano le pagine 188-189), su base netta esse

Ulteriore flessione della quota del dollaro sulle riserve ufficiali

Accresciuta tendenza a detenere dollari negli Stati Uniti

Flessione delle riserve in valuta del Gruppo dei Dieci nel primo trimestre del 1991

hanno ceduto dollari nel tentativo di frenare il rapido aumento di valore della moneta statunitense da metà febbraio in poi. La Germania, la cui moneta si è deprezzata del 13% nei confronti del dollaro nel primo trimestre di quest'anno, ha registrato una flessione di \$6,5 miliardi delle riserve ufficiali in valuta in termini di tassi di cambio costanti. Analogamente, il Giappone, la cui moneta nello stesso periodo è scesa di circa il 4% nei confronti del dollaro, ha ridotto di \$6,3 miliardi le proprie riserve valutarie. D'altra parte, negli Stati Uniti il volume delle disponibilità in valuta è aumentato in misura minima. Per diversi paesi europei, gli sviluppi in seno agli AEC hanno costituito la principale determinante dell'evoluzione delle riserve. La lira si è mossa verso il limite superiore della banda stretta, e le autorità italiane hanno incrementato le loro disponibilità in valuta di oltre \$4 miliardi. Le autorità britanniche hanno ampliato di \$3,6 miliardi le loro riserve in valuta, in gran parte per effetto della prima emissione obbligatoria ufficiale in ecu. D'altra parte, il franco francese si è situato al limite inferiore della banda stretta per gran parte del periodo, e le autorità hanno in parte attinto alle riserve valutarie accumulate nell'anno precedente.

IX. L'attività della Banca

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

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

La Banca ha partecipato, in qualità di osservatore, sia ai lavori del Comitato interinale del Consiglio dei governatori del FMI per il Sistema monetario internazionale, sia alle riunioni dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e dei loro Sostituti. Inoltre, la Banca ha continuato a 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 sulle contropartite finanziarie 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 del Gruppo dei Dieci, la Banca ha continuato a organizzare incontri periodici di funzionari delle banche centrali, dedicati a materie diverse. Essa ha ulteriormente assicurato i servizi di Segretariato per vari comitati e gruppi di esperti.

Il Comitato permanente per l'euromercato ha continuato a seguire regolarmente gli sviluppi dell'attività bancaria e finanziaria internazionale. In particolare, esso ha discusso le implicazioni, per i mercati internazionali dei capitali, dell'evoluzione nei mercati di talune attività, nonché il ruolo del credito bancario internazionale nel processo di transizione nei paesi dell'Europa orientale. Inoltre, un gruppo di lavoro istituito dal Comitato ha esaminato i problemi posti alla politica delle banche centrali dall'evolversi delle strutture dei mercati dei capitali. La Banca ha altresì continuato a raccogliere, elaborare e pubblicare dati statistici sull'andamento dell'attività bancaria internazionale e dei mercati finanziari internazionali.

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha ulteriormente costituito un'importante sede di cooperazione nel campo della vigilanza prudenziale delle banche operanti a livello internazionale. Esso ha continuato a seguire l'applicazione dell'accordo internazionale sulla valutazione del patrimonio e sui coefficienti patrimoniali minimi, approvato nel luglio 1988 dai Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci; nel febbraio 1991 il Comitato ha pubblicato un documento a fini di consultazione che propone una definizione più analitica degli accantonamenti generali e delle riserve generali per perdite su crediti idonei ad essere ricompresi nel patrimonio. Sono proseguiti i lavori per l'elaborazione di uno schema di vigilanza relativo alla misurazione dei rischi di mercato. Per quanto concerne il rischio di posizione nelle operazioni in titoli, tali lavori sono stati condotti in collaborazione con gli organi di regolamentazione degli intermediari non bancari. Nel gennaio 1991 è stato distribuito alle autorità di

vigilanza di tutto il mondo un documento contenente criteri guida per la misurazione e il controllo delle grandi esposizioni creditorie. Nell'ottobre dello scorso anno si è tenuta a Francoforte la VI Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria, nel corso della quale i partecipanti hanno espresso la loro approvazione per il lavoro in corso in questa e in altre aree. Il Comitato ha inoltre tenuto riunioni congiunte con rappresentanti degli organi preposti alla regolamentazione dei settori mobiliare e assicurativo nei paesi del Gruppo dei Dieci, durante le quali è stata concordata l'elaborazione di principi per la supervisione dei conglomerati finanziari. In queste riunioni sono state altresì approvate talune proposte intese a rimuovere gli ostacoli allo scambio di informazioni a fini di vigilanza prudenziale.

In ottemperanza ad una decisione presa nel luglio 1990 dai Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci, la Banca ha allestito una procedura per coordinare l'assistenza tecnica prestata alle banche centrali dei paesi dell'Europa orientale. Questa procedura prevede, in particolare, un regolare scambio delle informazioni d'interesse comune per tali istituzioni e per gli organismi internazionali che forniscono assistenza tecnica, nonché riunioni dei funzionari delle banche centrali in causa. Questa nuova funzione ha indotto la Banca a istituire un servizio specifico globalmente responsabile per le relazioni con le banche centrali dei paesi est-europei e gli organismi internazionali.

Il Comitato *ad hoc* sugli schemi di compensazione interbancari, composto da alti funzionari delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci, e presieduto dal Direttore Generale della BRI, ha portato a compimento i propri lavori nel corso dell'anno. Il rapporto del Comitato è stato pubblicato dalla Banca nel mese di novembre. Nel comunicato diffuso in questa occasione i Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci affermavano di concordare nel ritenere che gli schemi di compensazione internazionali e multivalutari, in considerazione del loro potenziale impatto sui sistemi di pagamento interbancari, debbano essere oggetto di attento esame. Tali schemi sono potenzialmente in grado di migliorare l'efficienza e la stabilità di detti sistemi riducendo i costi di regolamento degli operatori del mercato e le loro esposizioni creditorie e di liquidità, sempreché siano soddisfatte certe condizioni. Fra queste le più importanti sono che la compensazione abbia efficacia giuridica, in particolare nel caso di insolvenza di un partecipante, e che gli schemi multilaterali prevedano adeguate procedure di gestione del rischio e di assorbimento delle perdite. In merito a questo aspetto i Governatori hanno approvato i requisiti minimi per l'impostazione e il funzionamento degli schemi di compensazione, enunciati nel rapporto medesimo. Essi hanno parimenti riconosciuto la necessità di una sorveglianza cooperativa da parte delle banche centrali sugli schemi di compensazione che collegano direttamente le esposizioni creditorie e di liquidità delle banche in differenti paesi, sulla falsariga della vigilanza che esse esercitano in ordine ai sistemi di pagamento interni, e hanno deciso di adottare i principi per tale sorveglianza cooperativa statuiti nel rapporto.

I Governatori hanno concordato che il rapporto dovesse essere trasmesso al Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, raccomandando che le autorità di vigilanza del Gruppo dei Dieci tengano conto, nell'espletamento delle loro funzioni a riguardo di singole istituzioni, sia dei requisiti minimi sia dei principi di

sorveglianza cooperativa da parte delle banche centrali. Essi hanno altresì chiesto al Comitato di riconsiderare, alla luce del rapporto, il trattamento previsto per la compensazione nel quadro dell'accordo di Basilea del 1988 sulla valutazione del patrimonio e sui coefficienti patrimoniali minimi.

Il rapporto del Comitato sugli schemi di compensazione interbancari è stato parimenti trasmesso al Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento, istituito dai Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci quale successore del Gruppo di esperti sui sistemi di pagamento. Al nuovo Comitato è stato chiesto di continuare ad esaminare le eventuali misure che le banche centrali potrebbero adottare, sia individualmente sia su base cooperativa, al fine di migliorare l'efficienza e di ridurre i rischi nel regolamento di transazioni internazionali e multivalutarie. Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento continuerà a seguire l'evoluzione dei sistemi di pagamento, compensazione e regolamento in occasione delle sue regolari sedute. Esso si è riunito a Basilea nel mese di dicembre per discutere, fra l'altro, dei sistemi di regolamento nei mercati dei titoli. Il Comitato ha rilevato che un certo numero di meccanismi in corso di sviluppo si avvalgono della consegna contro pagamento come metodo di regolamento e ha convenuto che un ulteriore studio degli effetti di tali meccanismi sui rischi di credito e di liquidità potrebbe essere d'interesse per la comunità finanziaria internazionale.

Il Gruppo di esperti di informatica ha concentrato la sua attenzione su due aree in particolare. In primo luogo, il Gruppo ha studiato in quale modo potrebbe essere massimizzata l'efficacia del proprio lavoro al fine di mantenersi strettamente al passo con gli sviluppi nei sistemi informativi operanti presso le banche centrali e nell'ambito dei singoli sistemi finanziari nazionali. In seguito a tale disamina le telecomunicazioni sono state prescelte come principale materia di studio del Gruppo nei prossimi due-tre anni. In tale contesto è stata avviata un'analisi sulle reti e sui sistemi che costituiscono l'infrastruttura tecnica dei principali sistemi di pagamento nei paesi del Gruppo dei Dieci. In secondo luogo, gli esperti di informatica hanno continuato a seguire dappresso l'attività di emissione di titoli, con l'assistenza del gruppo di lavoro costituito a tale scopo. Gli speciali requisiti di sicurezza che comporta la rapida espansione dell'impiego di *personal computers* nelle istituzioni finanziarie sono stati oggetto di uno studio approfondito, sostanziatosi in un documento dal titolo "Monograph on Personal Computer Security", pubblicato sotto l'egida della BRI nel dicembre 1990.

Il Gruppo di esperti sulle questioni relative alla banca dei dati monetari ed economici ha continuato a esaminare le possibilità di potenziamento dei servizi della banca dei dati della BRI, sviluppata in collaborazione con le banche centrali del Gruppo dei Dieci e nell'intento di soddisfare le esigenze delle medesime. Sono stati compiuti significativi progressi nell'innalzare il livello tecnico-funzionale dei collegamenti di telecomunicazione con la BRI. Ciò ha migliorato l'affidabilità delle trasmissioni giornaliere di dati mediante procedure di elaborazione a pacchetto, nonché l'accesso alla banca dei dati da parte degli utenti, grazie a tecniche interattive. Sono state inoltre prese iniziative al fine di ampliare il campo di rilevazione delle serie macroeconomiche sui paesi esterni al Gruppo dei Dieci, in virtù di convenzioni bilaterali per lo scambio di dati fra la BRI e le banche centrali di tali paesi.

Il Comitato dei Governatori delle banche centrali degli Stati membri della Comunità economica europea e il Consiglio dei Governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM), così come i loro sottocomitati e gruppi di lavoro, hanno continuato a riunirsi a Basilea. Il mandato del Comitato dei Governatori è stato ampliato con una Decisione del Consiglio delle Comunità europee adottata il 12 marzo 1990, considerato l'accresciuto ruolo che il Comitato è chiamato a svolgere nel quadro della prima fase dell'unione economica e monetaria (UEM), iniziata il 1° luglio 1990. A tal fine il Comitato ha riorganizzato la sua struttura e le sue procedure operative ed ha ampliato il proprio Segretariato permanente con una piccola unità di ricerca. Inoltre, il Comitato è assistito dal Comitato dei Sostituti, da tre sottocomitati permanenti (Sottocomitato per la politica dei tassi di cambio, Sottocomitato per la politica monetaria e Sottocomitato per la vigilanza bancaria) e da gruppi di lavoro *ad hoc* con incarichi specifici.

Dopo l'inizio della prima fase i lavori del Comitato dei Governatori si sono incentrati su due aspetti preminenti. In primo luogo, sono stati intensificati gli sforzi per promuovere lo stretto coordinamento delle politiche monetarie, nell'intento di realizzare la convergenza ad un basso livello di inflazione e avuto debitamente riguardo al grado auspicabile di stabilità dei rapporti di cambio entro il Sistema monetario europeo. A questo scopo il Comitato si è proposto di elaborare un dispositivo comune per sorvegliare le condizioni monetarie all'interno della Comunità, il quale prevede l'impiego di indicatori oggettivi e di aggregati monetari sostanzialmente coerenti. In secondo luogo, facendo seguito alla richiesta formulata dal Consiglio europeo nella sua riunione tenuta a Madrid il 26 e 27 giugno 1989, con la quale il Comitato veniva invitato, assieme agli altri competenti organismi della Comunità, ad approntare i lavori preparatori per la Conferenza intergovernativa sull'UEM, esso ha redatto un progetto di statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea. La Conferenza intergovernativa, convocata nel dicembre 1990, preparerà gli emendamenti del Trattato di Roma necessari per consentire alla Comunità di procedere oltre la prima fase dell'UEM.

In seguito alla decisione delle autorità norvegesi di ancorare la corona all'ecu, il Comitato dei Governatori ha altresì formulato le modalità e le condizioni della cooperazione bilaterale allargata fra la Banca di Norvegia e le banche centrali della Comunità. Con effetto dal 1° gennaio le banche centrali della Comunità e la Banca di Norvegia hanno concluso accordi di *swap* non reciproci che consentono alla Banca di Norvegia di accedere ai finanziamenti a breve termine a fini di intervento valutario per un ammontare massimo equivalente a ecu 2 miliardi.

2. Le funzioni di Agente e di Fiduciario

Durante lo scorso esercizio la Banca ha continuato a svolgere diverse funzioni in qualità di Agente connesse a regolamenti finanziari internazionali.

a) 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 1973¹. 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 degli Stati membri della CEE.

Nel periodo dal 1° aprile 1990 al 31 marzo 1991 gli interventi compiuti dalle banche centrali dello SME nelle valute di altri paesi membri non hanno dato luogo a operazioni di finanziamento o di regolamento per il tramite del FECoM.

Il volume di ecu emessi dal FECoM attraverso le operazioni trimestrali di *swap* con ciascuna delle banche centrali della Comunità firmatarie dell'Accordo del 13 marzo 1979 e con l'Istituto Monetario Lussemburghese è sceso da circa ecu 49,4 miliardi al 1° aprile 1990 a ecu 46,6 miliardi circa al 31 marzo 1991. Questa contrazione di ecu 2,8 miliardi nel corso dell'anno è dovuta principalmente al ribasso del prezzo in ecu dell'oro e alla flessione del tasso di cambio del dollaro USA rispetto all'ecu, il cui effetto è stato parzialmente compensato dall'apprezzabile incremento delle contribuzioni in dollari USA di alcune banche centrali della CEE.

Per quanto concerne le operazioni finanziarie attive e passive della Comunità ai sensi del Regolamento del Consiglio (CEE) N. 1969/88, che modifica il meccanismo dei prestiti comunitari destinati al sostegno delle bilance dei pagamenti degli Stati membri², i cui particolari sono riportati nella cinquantesima e cinquantesettesima Relazione annuale rispettivamente alle pagine 183 e 202, durante il periodo sotto rassegna l'Agente del Fondo ha continuato a ricevere dai mutuatari, cioè Francia e Grecia, e a trasferire ai creditori della Comunità gli importi dovuti per interessi maturati, commissioni e spese sui prestiti in essere.

L'Agente ha inoltre effettuato le transazioni finanziarie connesse alle seguenti operazioni attinenti ai prestiti della Comunità a favore di questi due paesi:

- alla data di scadenza del 27 luglio 1990, il rimborso da parte della Francia dei prestiti corrispondenti alle emissioni per \$USA 350 milioni, *notes* 1988–1990 all'8⁰/₁₀₀ annuo, e per ecu 40 milioni, *notes* 1983–1990 all'11¹/₄⁰/₁₀₀ annuo (seconda *tranche* del prestito per ecu 150 milioni, *notes* 1983–1993); e alle date di scadenza rispettivamente del 29 gennaio e 20 febbraio 1991, il rimborso da parte della Grecia dei prestiti corrispondenti alle emissioni, sotto forma di *notes*, per ecu 100 milioni, 1988–1991 al 7³/₈⁰/₁₀₀ annuo (prima *tranche* del prestito per ecu 350 milioni, *notes* 1988–1993) e per \$USA 150 milioni, 1986–1991 all'8⁵/₈⁰/₁₀₀ annuo;
- in base alla decisione del Consiglio delle Comunità europee del 25 febbraio 1991 e ai sensi del summenzionato Regolamento (CEE) N. 1969/88, la Comunità ha concesso alla Repubblica ellenica un nuovo prestito suddiviso in tre *tranches* per un totale di ecu 2.200 milioni, ovvero l'equivalente in altre monete. La prima *tranche* di ecu 1.000 milioni è stata messa a disposizione della Grecia nel marzo

¹ Per una descrizione della struttura e delle funzioni del Fondo, si veda la cinquantaquattresima Relazione annuale, pagine 175–178.

² Con decorrenza 24 giugno 1988, questo Regolamento ha sostituito il Regolamento (CEE) N. 682/81 del 16 marzo 1981, che in precedenza aveva costituito la base giuridica dell'attività del FECoM inerente alle operazioni finanziarie attive e passive della Comunità.

1991 e comprende i seguenti tre prestiti: DM 535,8 milioni a tasso variabile 1991-96, ecu 240 milioni a tasso variabile 1991-96 ed ecu 500 milioni, 1991-98 al 9¹/₄% annuo. La seconda e terza *tranche* di ecu 600 milioni ciascuna dovrebbero essere messe a disposizione della Grecia nel 1992 e 1993.

La tabella che segue riporta, alla data del 31 marzo 1991, il totale in essere delle operazioni di prestito della Comunità.

Prestiti comunitari in essere al 31 marzo 1991					
Paesi mutuatari	Dollari USA	Marchi tedeschi	Franchi svizzeri	Yen	Ecu
	in milioni				
Francia					30
Grecia	250	1.366	227	25.000	1.340
Totale	250	1.366	227	25.000	1.370

b) *Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ecu privati*

Dall'ottobre 1986 la Banca espleta inoltre le funzioni di Agente del sistema di compensazione e regolamento delle transazioni in ecu privati, in conformità dei successivi accordi stipulati tra l'Associazione Bancaria per l'Ecu (ABE) di Parigi e la BRI, di cui il piú recente è entrato in vigore il 27 dicembre 1990.* Le banche aderenti all'ABE possono ottenere la designazione di banche di compensazione sulla base dei criteri stabiliti da questo organismo. Alla data del 31 marzo 1991 il numero delle banche di compensazione ammontava a quarantacinque.

3. Assistenza finanziaria alle banche centrali

Come negli anni precedenti, la BRI è stata nuovamente chiamata ad allestire e cofinanziare crediti di transizione a favore di diverse banche centrali.

(a) Il 20 giugno 1990 è stata posta in essere a favore della Banca Nazionale di Ungheria una linea creditizia per un totale di \$USA 280 milioni. \$260 milioni sono stati messi a disposizione dalla BRI e \$USA 20 milioni dalle autorità monetarie statunitensi. La quota della BRI era assistita dalla garanzia di undici banche centrali partecipanti. Tale credito, che giungeva a scadenza il 14 settembre 1990, prefinanziava erogazioni da parte del FMI, della Banca Mondiale e della Export-Import Bank del Giappone. Un primo prelievo di \$USA 100 milioni è stato effettuato il 21 giugno 1990 e la parte restante è stata attinta nel corso del luglio 1990. La Banca Nazionale di Ungheria ha rimborsato il prestito in diverse *tranches*, effettuando l'ultimo pagamento il 13 settembre 1990.

b) Sempre il 20 giugno 1990 è stato accordato un credito di prefinanziamento di \$USA 178 milioni a favore della Banca della Guyana per la durata di tre mesi.

* Per una descrizione della struttura e del funzionamento del sistema di compensazione, si veda la cinquantaseiesima Relazione annuale, pagina 184.

Un ammontare di \$USA 133,5 milioni è stato messo a disposizione della Banca della Guyana dalla BRI con la garanzia di otto banche centrali partecipanti; ulteriori \$USA 31,75 milioni sono stati accordati dalle autorità monetarie statunitensi; e il saldo di \$USA 12,75 milioni è stato fornito dal KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau) della Repubblica federale di Germania. Il prestito è stato progressivamente rimborsato entro il 20 settembre 1990 con i proventi dei prelievi effettuati dalla Guyana nel quadro degli accordi conclusi con il FMI, nonché con la Banca Mondiale e la Caribbean Development Bank.

c) Un'ulteriore linea creditizia per \$USA 300 milioni è stata posta in essere a favore della Banca Nazionale di Romania il 7 marzo 1991. Questa facilitazione a brevissimo termine si è estinta il 29 marzo 1991. Il contributo della BRI ammontava a \$USA 260 milioni, con la garanzia integrale di tredici banche centrali; \$USA 40 milioni sono stati accordati dalle autorità monetarie statunitensi.

Dopo i finanziamenti ottenuti dal FMI nel quadro della «Compensatory and Contingency Financing Facility», la Banca Nazionale di Romania ha rimborsato l'intero ammontare del prestito nella seconda metà del marzo 1991.

4. Operazioni del Dipartimento bancario

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1991, certificati dai Revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro*.

Al 31 marzo 1991, il totale di bilancio ammontava a	F. oro 45.719.139.929
contro, al 31 marzo 1990	F. oro 41.291.112.116
Vi è stato quindi un incremento di	F. oro 4.428.027.813

ossia del 10,7%.

L'aumento, che segue una flessione del 2,2% registrata alla fine del precedente esercizio, è principalmente dovuto all'espansione delle risorse in valuta; l'apprezzamento in termini di franchi oro della maggior parte delle valute diverse dal dollaro ha contribuito solo in misura modesta alla variazione; le risorse in oro hanno registrato una leggera contrazione.

BRI: totali di bilancio negli ultimi cinque esercizi			
Esercizi chiusi al 31 marzo	Totale di bilancio in milioni di franchi oro	Variazione rispetto all'esercizio precedente	
		in milioni di franchi oro	in percentuale
1987	29.944	+3.386	+13
1988	38.151	+8.207	+27
1989	42.234	+4.083	+11
1990	41.291	- 943	- 2
1991	45.719	+4.428	+11

* Il franco oro (abbreviato F. oro) equivale a gr. 0,290 322 58... di oro fino - articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di \$USA 208 per oncia di fino (ossia secondo l'equivalenza 1 franco oro = \$USA 1,941 49...); tutte le altre partite in valuta sono state convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

Nel Bilancio non sono compresi:

- gli effetti e gli altri titoli detenuti in custodia per conto delle banche centrali e di altri depositanti;
- le partite contabili derivanti dalle funzioni della Banca quale Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria, di cui al precedente paragrafo 2;
- l'oro in custodia presso la Banca per conto di vari depositanti, che al 31 marzo 1991 ammontava all'equivalente di 1.275 milioni di franchi oro, rispetto a 1.413 milioni di franchi oro al 31 marzo 1990.

Passivo (composizione delle risorse)

BRI: evoluzione delle risorse negli ultimi cinque esercizi (dopo la ripartizione dell'utile netto di esercizio proposta all'Assemblea generale ordinaria)				
Esercizi chiusi al 31 marzo	Capitale versato e riserve	Fondi ricevuti in prestito	Altre passività	Totale di bilancio
	in milioni di franchi oro			
1987	1.270	27.626	1.048	29.944
1988	1.335	35.658	1.158	38.151
1989	1.404	39.875	955	42.234
1990	1.476	38.673	1.142	41.291
1991	1.557	42.856	1.306	45.719

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 1990–91 F. oro 646.716.157

contro 622,4 milioni di franchi oro al 31 marzo 1990; l'aumento di 24,3 milioni rappresenta l'ammontare proposto per il trasferimento a questo Fondo dall'utile netto conformemente alle disposizioni dell'articolo 51(3) dello Statuto.

3) Fondo speciale di riserva per i dividendi

Questo fondo è rimasto invariato a F. oro 39.530.055 dopo che esso era stato aumentato di 4 milioni di franchi oro alla fine del precedente esercizio.

4) Fondo di riserva libero

dopo la ripartizione dell'utile netto
per l'esercizio 1990-91

F. oro 545.166.872

È stato proposto di trasferire a questo Fondo dall'utile netto un ammontare di 56,7 milioni di franchi oro, elevandone la dotazione da 488,5 milioni a 545,2 milioni di franchi oro al 31 marzo 1991.

Le riserve totali della Banca hanno pertanto registrato un incremento di 81 milioni di franchi oro dopo la ripartizione dell'utile netto proposta per l'esercizio 1990-91

e ammontano a

F. oro 1.261.483.397

contro 1.180,5 milioni di franchi oro al 31 marzo 1990.

B. Fondi ricevuti in prestito

Le tabelle che seguono indicano l'origine, la natura e la scadenza delle risorse finanziarie ricevute dalla Banca.

BRI: origine delle risorse finanziarie esterne			
Origine	Esercizi chiusi al 31 marzo		Variazione
	1990	1991	
	in milioni di franchi oro		
Depositi di banche centrali	37.374	40.636	+3.262
Depositi di altri depositanti	1.299	2.220	+ 921
Totale	38.673	42.856	+4.183

L'aumento delle risorse ha rispecchiato i nuovi depositi affluiti sia dalle banche centrali sia da altri depositanti. L'incremento dell'8,7% dei "Depositi di banche centrali" è interamente dovuto all'espansione dei fondi in valuta; sono invece leggermente diminuiti i depositi in oro effettuati da queste istituzioni.

Il totale dei "Depositi di altri depositanti" – principalmente organizzazioni internazionali – ha segnato un forte aumento (+71%), parimenti dovuto ai cospicui depositi in valuta.

L'espansione dei depositi in valuta nel corso dell'esercizio 1990-91 ha rispecchiato in particolare un aumento delle risorse in ecu, dollari USA e DSP. Questi nuovi depositi hanno più che compensato la significativa contrazione delle passività in marchi. Al 31 marzo 1991, la quota del dollaro USA rappresentava approssimativamente il 40% delle risorse totali e quella del marco il 30%, seguita dai depositi in ecu che ora raggiungono una quota di oltre il 10%.

A seguito del sensibile aumento delle risorse collocate presso la Banca da altri depositanti, la quota dei loro depositi è salita dal 3,4 al 5,2%, mentre quella dei depositi delle banche centrali è calata dal 96,6% alla fine dell'esercizio 1989-90 al 94,8% nell'esercizio sotto rassegna.

BRI: natura e scadenza delle risorse finanziarie esterne									
Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valute			Totale		
	esercizi chiusi al 31 marzo		variazione	esercizi chiusi al 31 marzo		variazione	esercizi chiusi al 31 marzo		variazione
	1990	1991		1990	1991		1990	1991	
	in milioni di franchi oro								
A vista	4.454	4.399	-55	2.482	2.145	- 337	6.936	6.544	- 392
Fino a tre mesi	14	51	+37	30.938	35.323	+4.385	30.952	35.374	+4.422
A oltre tre mesi	-	-	-	785	938	+ 153	785	938	+ 153
Totale	4.468	4.450	-18	34.205	38.406	+4.201	38.673	42.856	+4.183

I depositi a vista in oro e in valute hanno registrato una leggera diminuzione rispetto al 31 marzo 1990.

L'aumento delle risorse esterne è principalmente attribuibile all'afflusso di depositi, in oro e in valute con scadenza fino a tre mesi, sebbene siano aumentati anche i depositi in valuta con scadenza a oltre tre mesi.

Rispetto al totale dei fondi ricevuti, la quota dei depositi in oro è ulteriormente diminuita, dall'11,6% al 31 marzo 1990 al 10,4%, mentre i depositi in valute hanno concorso per l'89,6%, a fronte dell'88,4%.

In termini di scadenza delle risorse ricevute, i depositi a vista ammontano al 15,3% del totale, quelli fino a tre mesi all'82,5% e i depositi a oltre tre mesi al 2,2%. Alla fine dell'esercizio precedente le rispettive quote erano del 17,9%, 80,1% e 2%.

a) *Depositi in oro* F. oro 4.450.642.213
 contro 4.468 milioni di franchi oro al 31 marzo 1990. La flessione di 18 milioni è il risultato netto della contrazione dei depositi a vista e dell'aumento dei depositi a termine (fino a tre mesi).

b) *Depositi in valute* F. oro 38.405.800.355
 Questa posta è aumentata di 4.201 milioni di franchi oro, o del 12,3%, dopo aver registrato una flessione del 2,8% nell'esercizio concluso il 31 marzo 1990. L'aumento è dovuto all'espansione dei depositi a termine, mentre sono leggermente diminuiti quelli a vista.

C. Altre passività

Esse sono ammontate a F. oro 1.305.510.839
 a fronte di 1.142 milioni di franchi oro al 31 marzo 1990.

Tali passività comprendono:

a) *Sistema previdenziale del personale* F. oro 150.051.390
 contro 130 milioni di franchi oro al 31 marzo 1990. Questa posta, che rappresenta le passività della Banca a titolo di pensioni per il personale, è denominata in franchi svizzeri; il relativo ammontare è stato aumentato progressivamente durante l'esercizio.

b) *Partite varie* F. oro 1.121.566.666
 contro 980 milioni di franchi oro al 31 marzo 1990. L'aumento di 141 milioni si

raffronta a quello di 157 milioni registrato nell'esercizio 1989-90. Tale andamento deriva dal fatto che questa posta ha risentito in misura minore della fluttuazione dei tassi di cambio nell'esercizio 1990-91.

c) *Dividendo pagabile il 1° luglio 1991* F. oro 33.892.783

Il dividendo di 200 franchi svizzeri per azione è rimasto invariato rispetto all'esercizio 1989-90.

Tuttavia, l'importo di 33,9 milioni di franchi oro, che è stato proposto di accantonare dall'utile netto per l'esercizio 1990-91, è leggermente superiore a quello di 32,3 milioni accantonato a tale scopo nel precedente esercizio; la differenza rispecchia l'apprezzamento del franco svizzero in termini di franchi oro.

L'utile netto per l'esercizio finanziario 1990-91 ammonta a 114.892.783 franchi oro, a fronte di 104.330.524 franchi oro nell'esercizio precedente. I particolari della ripartizione proposta, in conformità delle disposizioni dell'articolo 51 dello Statuto, sono riportati nel paragrafo 5 di questo capitolo.

Attivo (impiego delle risorse)

La tabella che segue fornisce la composizione delle attività della Banca in base alla loro natura.

BRI: evoluzione degli impieghi e di altre attività, per tipologia						
Tipologia	Esercizi chiusi al 31 marzo				Variazione	
	1990		1991			
in milioni di franchi oro						
Attività a vista						
Oro	4.981		4.861		- 120	
Valute	15	4.996	7	4.868	- 8	- 128
Buoni del Tesoro		905		2.461		+1.556
Depositi vincolati e anticipazioni						
Oro	206		389		+ 183	
Valute	28.203	28.409	30.604	30.993	+2.401	+2.584
Titoli di Stato e altri titoli		6.887		7.384		+ 497
Partite varie		94		13		- 81
Totale						
Oro	5.187		5.250		+ 63	
Valute	36.104	41.291	40.469	45.719	+4.365	+4.428

L'aumento delle attività in valuta ha rispecchiato l'afflusso di depositi delle banche centrali e di altri depositanti.

a) *Oro*

Le attività in oro – a vista o su depositi vincolati – hanno registrato un incremento netto di 63 milioni di franchi oro, mentre le risorse sono diminuite di 18 milioni. La differenza di 81 milioni di franchi oro fra le variazioni registrate nelle attività e nelle passività in oro ha trovato riscontro in un corrispondente aumento delle operazioni a termine in oro.

– Disponibilità a vista F. oro 4.860.628.212
contro 4.981 milioni di franchi oro al 31 marzo 1990.

– Depositi vincolati F. oro 389.822.640
contro 206 milioni di franchi oro al 31 marzo 1990.

b) *Cassa in contanti e conti a vista presso banche* F. oro 7.011.311

Questa posta ammontava a 15 milioni di franchi oro al 31 marzo 1990.

c) *Buoni del Tesoro* F. oro 2.461.195.866

Il relativo portafoglio, che ammontava a 905 milioni di franchi oro al 31 marzo 1990, ha registrato una marcata espansione; è altresì aumentato il numero delle valute di denominazione di tali titoli.

d) *Depositi vincolati e anticipazioni* F. oro 30.993.504.074

Questa voce, che comprende gli investimenti in oro – già menzionati – e in valute, ammontava a 28.409 milioni di franchi oro alla fine dell'esercizio precedente.

Gli investimenti in valute sono aumentati da 28.203 milioni di franchi oro al 31 marzo 1990 a 30.604 milioni alla fine dell'esercizio in esame; ciò rappresenta un'espansione di oltre l'8%.

Le attività denominate in dollari USA e in marchi hanno continuato a rappresentare le voci più rilevanti; la crescita degli investimenti in ecu ha rispecchiato il corrispondente movimento nelle risorse denominate in questa unità monetaria.

e) *Titoli di Stato e altri titoli* F. oro 7.383.920.813

contro 6.887 milioni al 31 marzo 1990.

L'aumento intervenuto in questa posta è dovuto quasi integralmente all'acquisto di titoli di Stato a medio termine.

La seguente tabella fornisce la composizione in base alla vita residua degli impieghi sotto forma di "Depositi vincolati e anticipazioni" (in oro e in valute) e di "Titoli di Stato e altri titoli".

BRI: Depositi vincolati e anticipazioni, Titoli di Stato e altri titoli, suddivisi in base alla vita residua			
Vita residua	Esercizi chiusi al 31 marzo		Variazione
	1990	1991	
in milioni di franchi oro			
Fino a tre mesi	30.023	33.126	+3.103
A oltre tre mesi	5.273	5.251	– 22
Totale	35.296	38.377	+3.081

La quota degli investimenti con scadenza non superiore a tre mesi è aumentata fino a rappresentare l'86,3% degli investimenti complessivi, rispetto all'85,1% al 31 marzo 1990; gli investimenti a oltre tre mesi vi hanno concorso per il 13,7%, rispetto al 14,9%.

f) *Partite varie* F. oro 12.879.653

contro 94,5 milioni di franchi oro al 31 marzo 1990.

La variazione in questa posta riflette per lo più gli effetti di cambio sulle operazioni a termine concluse in valuta.

Operazioni a termine in oro

Queste operazioni, il cui volume è indicato nella nota 2 in calce al Bilancio, hanno registrato un saldo negativo di F. oro 137.720.955 rispetto a un saldo negativo di 56,8 milioni di franchi oro al 31 marzo 1990.

Il volume delle operazioni comportanti il rimborso di un quantitativo di oro alla scadenza da parte della Banca è stato maggiore rispetto alla fine dell'esercizio precedente. Ciò ha determinato un aumento del saldo negativo delle operazioni a termine in oro.

5. Utile netto e relativa ripartizione

I conti relativi al sessantunesimo esercizio, chiuso al 31 marzo 1991, presentano un risultato netto di gestione di 134.066.732 franchi oro, a fronte di 126.845.080 franchi oro per l'esercizio precedente. Questo risultato è al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 41.614.970 franchi oro; il sostanziale aumento rispetto all'importo di 31.023.829 franchi oro dell'esercizio precedente rispecchia l'apprezzamento, per gran parte dell'anno, del 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 di fatto aumentate solo del 12%.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 4.173.949 franchi oro all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione e 10.000.000 franchi oro all'Accantonamento per immobili (istituito per far fronte alle spese connesse all'acquisto da parte della Banca di immobili destinati all'ampliamento della propria sede) e di integrare – mediante un ulteriore trasferimento di 5.000.000 franchi oro – l'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature, la cui principale destinazione è quella di coprire il costo di vari progetti che comportano spese in immobilizzazioni tecniche. Dedotti questi trasferimenti, l'utile netto ammonta a 114.892.783 franchi oro, contro 104.330.524 franchi oro nel precedente esercizio. 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 114.892.783 franchi oro nel modo seguente:

- (1) un importo di 33.892.783 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 200 franchi svizzeri per azione;
- (2) un importo di 24.300.000 franchi oro al Fondo di riserva generale;
- (3) un importo di 56.700.000 franchi oro, che rappresenta il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo verrà pagato il 1° luglio 1991 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1991.

Il Bilancio, il Conto profitti e perdite e un prospetto riassuntivo delle variazioni nelle riserve della Banca nel corso dell'esercizio sono riportati alla fine della presente Relazione. I conti della Banca sono stati esaminati dai Revisori Price Waterhouse, 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 1991 e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei Revisori Price Waterhouse è riportata in calce al Bilancio.

6. I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Il Dott. W.F. Duisenberg ha rassegnato le dimissioni dalle cariche di Presidente del Consiglio di amministrazione e di Presidente della Banca il 31 dicembre 1990, al termine del suo mandato triennale. Il Consiglio di amministrazione ha eletto il Signor Bengt Dennis, Governatore della Sveriges Riksbank, quale successore del Dott. Duisenberg in entrambe le cariche per un periodo di tre anni, con inizio dal 1° gennaio 1991.

Il Barone Godeaux ha rassegnato le dimissioni dalla carica di Consigliere il 15 settembre 1990. Il Signor Verplaetse, Governatore della Banca Nazionale del Belgio, ha designato alla sua successione il Signor Philippe Wilmès, con decorrenza dal 1° marzo 1991. Il Dott. Lamberto Dini e il Prof. Dott. Leonhard Gleske sono stati riconfermati nella carica di Consigliere rispettivamente nel novembre e nel dicembre 1990. Il Dott. W.F. Duisenberg è stato rieletto in seno al Consiglio nel marzo 1991.

Nel settembre 1990 il Signor Leigh-Pemberton, Governatore della Banca d'Inghilterra, ha designato il Signor Michael Foot a succedere nella carica di suo Sostituto al Signor Lionel Price.

Per quanto concerne la Direzione della Banca, il Signor Michael G. Dealtry, Vice Capo del Dipartimento Monetario ed Economico e Direttore, ha lasciato la Banca per raggiunti limiti di età alla fine del settembre 1990. I Signori Alexander Radzyner, Claude Sivy e Günter Pleines sono stati promossi al grado di Condirettore nel dicembre 1990; il Signor Robert von Werra è stato promosso allo stesso grado nell'aprile 1991.

La Banca ha appreso con profondo cordoglio le notizie della scomparsa del Signor Renaud de la Genière il 16 ottobre 1990, del Signor Jacques Brunet il 15 dicembre 1990, di Lord Cromer il 16 marzo 1991 e del Dott. Karl Klasen il 22 aprile 1991. Tutti avevano ricoperto la carica di membri di diritto del Consiglio, il Signor de la Genière e il Signor Brunet in veste di Governatori della Banca di Francia rispettivamente dal novembre 1979 al novembre 1984 e dal gennaio 1960 all'aprile 1969, Lord Cromer in qualità di Governatore della Banca d'Inghilterra dal luglio 1961 al giugno 1966, e il Dott. Klasen in qualità di Presidente della Deutsche Bundesbank dal gennaio 1970 al maggio 1977.

Conclusioni

Al termine di questa Relazione si può provare un senso di apprensione considerando le ardue sfide cui sono posti di fronte, nell'attuale frangente, i responsabili delle politiche. L'orizzonte è offuscato dalle incertezze circa un riavvio della crescita economica nei paesi industriali. Ci si chiede se interverrà una svolta ascendente nei paesi che si trovano ora in recessione prima che il rallentamento si diffonda a quelli in cui la domanda interna è ancora relativamente vigorosa. Seppure le previsioni per il 1992 appaiano per lo più rassicuranti, indicando una marcata ripresa in quasi tutti i paesi industriali, fino ad ora vi sono ben pochi segni tangibili di una reviviscenza dell'attività economica. Queste Conclusioni tratteranno principalmente delle questioni di politica economica che si pongono nei paesi industriali in connessione con il ciclo congiunturale. Ciò non significa che tali questioni siano le più importanti nell'economia mondiale; tuttavia, esse sono di massima rilevanza per le banche centrali. Prima di iniziarne la trattazione saranno però formulate brevi osservazioni su taluni degli altri problemi esistenti.

Pressoché ogni giorno si è posti dinanzi alla cruda evidenza di come siano miserevoli le condizioni di vita in molti paesi in via di sviluppo. I programmi di aiuto permangono necessari, ma essi non risolvono i problemi economici di fondo. I paesi industriali non possono esimersi dal partecipare agli sforzi volti ad alleviare la povertà e dal contribuire alla creazione di economie vitali. Da ormai quasi nove anni l'azione è stata per lo più indirizzata al fine di uscire dal vicolo cieco della crisi debitoria. A tale scopo non è stata sufficiente una ristrutturazione, bensì è occorsa una riduzione dell'indebitamento e del servizio del debito. In un ristretto numero di casi ciò ha condotto a un miglioramento dei risultati economici, e persino ad afflussi spontanei di fondi, anche sotto forma di un rientro di capitali espatriati e di investimenti azionari. Taluni ritengono che sia ormai intervenuta una svolta, giacché un numero sempre maggiore di paesi emergenti adotta strategie di sviluppo dirette a rendere più aperte e più competitive le proprie economie. Comunque, il destino dei paesi in via di sviluppo è strettamente legato a quello dei paesi industriali in diversi altri modi, oltre al commercio. Ciò non toglie che questo rimanga il fattore primario: tutti convengono che l'Uruguay Round debba essere portato a conclusione in modo positivo.

I paesi industriali sono altresì impegnati a dare il loro pieno sostegno alla trasformazione dell'Europa orientale. Di estrema importanza a questo riguardo è l'assistenza straordinaria di bilancia dei pagamenti ad integrazione dei fondi erogati dalle istituzioni di Bretton Woods. Condizione fondamentale per l'aiuto destinato a colmare il fabbisogno residuo di finanziamento è l'attuazione di un solido programma di stabilizzazione economica e di riforme estensive volte a istaurare economie aperte, basate sul mercato. Tale assistenza straordinaria è

parsa essenziale per alleviare in certa misura i vincoli esterni che altrimenti questi paesi avrebbero immediatamente incontrato nelle fasi iniziali del processo di riforma, quando è ancora difficile attirare capitali privati su vasta scala. Altre forme di sostegno consistono nel prestare consulenza di politica macro-economica e assistenza tecnica, e queste sono state offerte su un ampio fronte. Nell'area cruciale delle riforme strutturali spetterà in gran parte ai governi eletti trovare la propria via, giacché non esistono precedenti: essi dovranno assicurare una forte *leadership* creando un ampio consenso. Un aiuto esterno volto a mantenere i consumi ad un livello insostenibile non farebbe che indebolire gli incentivi del sistema di mercato e potrebbe indurre a procrastinare decisioni difficili, così che il processo di transizione, anziché favorito, ne risulterebbe ostacolato. L'aiuto di gran lunga più efficace che il mondo industrializzato può fornire ai paesi dell'Europa orientale in via di riforma consiste nel permettere loro un accesso assai maggiore, e su base permanente, ai propri mercati. Nel breve periodo, ciò faciliterebbe l'aggiustamento delle loro economie a fronte delle perdite derivanti dall'estinzione del sistema di interscambio del Comecon e dalla decrescente capacità dell'Unione Sovietica di finanziare le importazioni; a più lungo termine, li aiuterebbe a finanziare il servizio del debito esterno, a promuovere il riassetto delle loro strutture produttive integrandoli nell'economia mondiale, e finanche ad incentivare l'investimento diretto dell'Occidente.

La desincronizzazione del ciclo congiunturale nelle economie industriali, con il Giappone e alcuni paesi europei, in particolare la Germania, in una fase e la maggioranza degli altri paesi industriali in un'altra, non ha dato luogo a problemi insormontabili di coordinamento delle politiche relativamente ai mercati dei cambi. Mentre i tassi d'interesse a breve manovrati dalle autorità – in risposta al surriscaldamento da un lato e alla recessione dall'altro – sono andati ampiamente discostandosi, i tassi d'interesse a lungo termine, in gran parte determinati dal mercato, non hanno sempre reagito in maniera analoga. La tendenza verso la globalizzazione dei mercati finanziari ha dischiuso nuovi canali di interdipendenza, non soltanto fra i mercati finanziari dei diversi paesi, ma anche fra i mercati finanziari e i mercati dei cambi, con la conseguenza che è divenuto ancor più difficile prevedere in quale modo l'azione di politica economica e gli eventi politici influiscano sugli assetti di cambio. Le evoluzioni del cambio DM/\$ nel marzo e aprile di quest'anno ne sono un chiaro esempio.

Nell'ambito dell'Europa hanno continuato a sussistere questioni di coordinamento delle politiche e di determinazione dei tassi di cambio nel quadro degli Accordi europei di cambio (AEC) dello SME e dell'iniziativa verso l'unione economica e monetaria (UEM), la quale è ormai entrata nella sua prima fase. Non sono emerse ragioni impellenti per un riallineamento in seno agli AEC. Il ben più ambizioso progetto di unione monetaria, nonché il calendario della sua attuazione, potrebbe tuttavia evidenziare i limiti di quello che i paesi comunitari sono a questo punto disposti a concedere, come farebbero ritenere sia le difformità delle dinamiche economiche sia le considerevoli discrepanze fra le proposte nazionali presentate alla Conferenza intergovernativa incaricata della preparazione dei necessari emendamenti al Trattato di Roma. Mentre i comunicati possono accomodare verbalmente punti di vista inconciliabili, il linguaggio giuridico richiede ben maggiore precisione, e quindi accordo sulla sostanza.

Per quanto concerne le questioni di politica economica connesse al ciclo nell'ambito dei paesi industriali, si può anzitutto rilevare che si parla oggi assai meno dei meriti relativi delle politiche dell'offerta e della domanda. L'importanza di migliorare il lato dell'offerta è stata accettata in linea di principio. Su questo fronte alcune delle iniziative più facili sono state attuate, ma ovunque vi è molto di incompiuto. Non tutti potrebbero quindi condividere l'opinione secondo cui i miglioramenti strutturali hanno effettivamente svolto un ruolo determinante nel rivitalizzare le economie della maggior parte dei paesi industriali. Nondimeno, è difficile negare che la moderazione salariale, in termini nominali e reali, ha costituito un fattore importante nel ridurre i tassi di disoccupazione ben al disotto dei massimi della metà degli anni ottanta, nell'innalzare la quota degli investimenti fissi privati sul PNL/PIL e nello stimolare la crescita economica in generale. Può sembrare che sia andata persa parte di quanto era stato guadagnato in queste aree fino al 1989. Tuttavia, è evidente che gli andamenti del 1990 non rispecchiano un regresso nell'azione dal lato dell'offerta, ma piuttosto l'indebolimento ciclico in un crescente numero di paesi industriali. Ciò ha riportato al centro dell'attenzione il modo in cui le politiche di gestione della domanda debbano rispondere al rallentamento dell'economia nel mondo industrializzato.

La politica di bilancio non è ritornata in auge come principale strumento per contrastare una decelerazione dell'attività economica. Persino gli stabilizzatori automatici fiscali che operano in ogni recessione sono stati parzialmente neutralizzati negli Stati Uniti e in Canada con aumenti di tariffe e di tasse. L'accumulo di debito pubblico e l'irriducibilità degli ampi disavanzi strutturali di bilancio in molti paesi costituiscono un forte deterrente all'impiego discrezionale della politica fiscale in funzione anticiclica (l'enorme aumento del disavanzo di bilancio in Germania è ovviamente il riflesso delle circostanze affatto speciali dell'unificazione, non di una politica fiscale anticongiunturale, e vi è motivo di sperare che esso risulti soltanto temporaneo).

Lo scetticismo circa la capacità degli artefici delle politiche di operare una regolazione fine dell'economia e di eliminare le fluttuazioni del ciclo, o quanto meno di smorzarle in misura significativa, vale anche per la politica monetaria. Gli ampi e variabili sfasamenti temporali con cui l'economia risponde alla politica monetaria fanno sì che i tentativi di impiegare quest'ultima in funzione anticongiunturale costituiscano, nella migliore delle ipotesi, un'impresa aleatoria. Invero, può ben darsi il caso che l'impatto maggiore della manovra monetaria sull'attività economica si faccia sentire soltanto dopo che è già mutata la situazione ciclica. Sono in pochi oggi a credere che la politica monetaria sia effettivamente capace di impartire uno stimolo duraturo all'attività economica. Queste considerazioni inducono a ritenere che la politica monetaria debba avere un orientamento di medio periodo, concentrandosi sul contenimento dell'inflazione ed evitando manovre di "stop-go".

Alla luce di recenti dibattiti sulla politica monetaria, e finanche di talune decisioni operative, ci si può chiedere fino a che punto le predette considerazioni siano effettivamente i principi informatori della politica monetaria al momento attuale. E' vero che l'attenersi ad una strategia a medio termine non ha impedito alla politica monetaria di diventare più restrittiva allorché si profilava il pericolo

di un surriscaldamento. Ma ora parrebbe valere altresí l'assunto che la politica monetaria, non essendo riuscita a impedire prima un surriscaldamento e poi una recessione, debba assumersi un ruolo di stimolo per trarre le economie fuori dalla recessione.

Tuttavia, la scelta in favore di una strategia di medio periodo non si è mai fondata sulla convinzione che il perseguimento di un corso stabile da parte della politica monetaria sarebbe di per sé sufficiente ad evitare le fluttuazioni del ciclo. Nessun responsabile delle politiche si è mai aspettato che i salari ed i prezzi siano abbastanza flessibili da adeguarsi rapidamente ad ogni genere di perturbazione. Negli anni sessanta e settanta si ebbe ampia prova del fatto che i salari ed altri elementi di rigidità nel settore privato contribuivano in misura significativa alla disoccupazione in numerosi paesi. Gli sforzi diretti a controbilanciare ciò con politiche di gestione della domanda impegnate a mantenere un basso livello di disoccupazione si tradussero in una forte propensione inflazionistica. Negli anni settanta intervennero gravi *shocks* dal lato dell'offerta, e si ebbe a riconoscere che, pur in presenza di politiche monetarie stabili, le perturbazioni nell'economia reale determinavano variazioni nel livello del prodotto e dell'occupazione non dissimili da quelle tipiche del ciclo congiunturale. Pertanto le fluttuazioni economiche non sono certamente piú viste come una sequenza puramente meccanica di eventi. Le piú stabili politiche seguite negli anni ottanta paiono aver contribuito a rendere la fase ascendente piú moderata e quindi considerevolmente piú duratura. Ma i responsabili delle politiche non hanno mai preteso di aver trovato la formula per una ripresa senza fine. Una strategia a medio termine intesa come la rotta di politica monetaria piú sicura o meno soggetta ad infortuni implicava meramente che le autorità avrebbero mostrato grande ritegno nel reagire alle oscillazioni congiunturali, specie sul versante recessivo, cercando invece, mediante politiche stabili, di contribuire per quanto possibile ad uno sviluppo a medio termine piú costante e piú sostenibile.

Chiaramente tale linea d'azione è soggetta a vincoli nel contesto politico in cui opera la maggior parte delle banche centrali, per quanto indipendenti esse siano. Una recessione economica non è mai gradita, anche se – sul piano razionale – si può accettare che un periodo di consolidamento costituisca la base necessaria per una nuova ripresa.

Prima di affrontare gli aspetti politici dovremmo considerare una ragione piú tecnica del perché un orientamento a medio termine della politica monetaria potrebbe oggi trovare meno consenso di quanto ci si sarebbe potuto aspettare sulla base dell'esperienza passata. L'orientamento a medio termine era strettamente associato all'impiego di obiettivi monetari intermedi volti a mantenere la politica monetaria su una rotta stabile, e persino a definire cosa si dovesse intendere per rotta stabile. Con la globalizzazione dei mercati finanziari, la deregolamentazione e l'innovazione finanziaria, un crescente numero di banche centrali ha constatato che i nessi stabiliti in precedenza fra gli aggregati monetari prescelti e gli obiettivi finali parevano essere divenuti piú labili. Sebbene nella maggior parte dei paesi le banche centrali abbiano continuato a servirsi di obiettivi di crescita monetaria malgrado tali difficoltà, esse hanno ovunque accettato il criterio che la manovra monetaria non debba essere, in generale, diretta a controllare troppo dappresso l'evoluzione degli aggregati monetari nel breve

periodo, e che altri indicatori sintomatici – finanziari e non finanziari – vadano presi in considerazione nello stabilire se la politica monetaria sta seguendo un indirizzo stabile di medio periodo. Ciò potrebbe aver ampliato lo spiraglio per un ritorno a tentativi di manovra discrezionale anticiclica, quantunque in linea di principio la strategia a medio termine non sia stata abbandonata.

Dietro tali controversie tecniche circa l'orizzonte temporale "ottimale" della politica monetaria esistono presumibilmente disaccordi più di fondo sulle priorità politiche. A prima vista essi paiono concernere l'importanza attribuita ad un maggiore o minore grado di stabilità dei prezzi. Ai banchieri centrali vengono spesso attribuite una certa inclinazione professionale a favore della stabilità dei prezzi e un'insufficiente attenzione alla crescita economica e all'occupazione; d'altra parte, sovente viene loro anche rimproverato di non procurare proprio ciò di cui essi dovrebbero essere responsabili, ossia la stabilità dei prezzi. Sebbene la critica da ambo le parti possa talvolta essere vista come un'indicazione del fatto che la politica monetaria si trova sulla giusta rotta, non vi è motivo di compiacimento. Un lavoro a metà consistente nel lottare contro l'inflazione per buona parte del tempo senza quasi mai riuscire completamente nell'intento non può essere considerato come il tipo di soluzione mediana che abbiamo imparato ad aspettarci e ad accettare. E' vero che nella seconda parte degli anni ottanta i risultati in termini di stabilità dei prezzi sono stati migliori che negli anni settanta e nella prima metà degli anni ottanta, ma i progressi che erano stati realizzati – non da ultimo grazie alle migliorate ragioni di scambio in seguito alla caduta dei prezzi del petrolio nel 1986 – sono da allora in parte svaniti.

Tuttavia, il vero problema che sta dietro alle attuali controversie di politica economica potrebbe non essere quello dell'importanza da attribuire alla stabilità dei prezzi in quanto tale, bensì piuttosto quello dell'orizzonte temporale, vale a dire l'assillo di ottenere risultati in tempi brevi. Questa aspirazione conduce inevitabilmente a ritenere che la politica economica (politica monetaria compresa) debba concentrarsi sull'obiettivo che al momento appare maggiormente in pericolo. Data la recessione in molti paesi e considerate le incertezze a riguardo della sua durata e della misura in cui essa potrebbe propagarsi nel frattempo, un indirizzo di politica monetaria che favorisca la crescita pare essere la scelta ovvia nei paesi in questione. Si immagina che il modo per ottenerla consista nell'abbassare i tassi d'interesse a lungo termine, partendo dal presupposto che i tassi d'interesse "reali" sono eccezionalmente elevati. Questo tipo di argomentazione solleva diverse questioni che saranno esaminate singolarmente.

Vi è, innanzitutto, la semplice questione di quanto si sappia a riguardo dei tassi d'interesse "reali". Poiché i tassi d'interesse "reali" sono i tassi d'interesse nominali meno una certa compensazione per la perdita attesa di potere d'acquisto, sui tassi d'interesse "reali" non sappiamo più di quanto sappiamo sulle aspettative inflazionistiche, il che significa che sappiamo ben poco con un qualche grado di precisione. La pratica diffusa di utilizzare i tassi d'inflazione recenti come indicatore delle aspettative inflazionistiche, persino per calcolare i tassi d'interesse "reali" a lungo termine, dà una parvenza di accuratezza ad un procedimento il cui unico pregio è la comodità, ma che manca della minima plausibilità. Esso implica, ad esempio, che le aspettative inflazionistiche siano insensibili alle tendenze recenti dell'inflazione – cioè al fatto che il livello corrente sia il risultato

di un aumento o di una diminuzione – nonché all'intervallo di valori entro cui i tassi d'inflazione hanno fluttuato in un passato non troppo lontano. Si potrebbe argomentare, ad esempio, che nei primi anni settanta i tassi reali non erano così bassi come risulta da tale metodo usuale di calcolo, poiché le aspettative inflazionistiche erano allora nettamente inferiori ai tassi effettivi d'inflazione, i quali erano sí saliti poc'anzi, ma il cui aumento veniva riguardato dai mercati come fenomeno alquanto transitorio. Per contro, i livelli apparentemente elevati dei tassi d'interesse reali al momento attuale potrebbero essere il riflesso di delusioni avute in passato a riguardo dell'inflazione.

Una seconda questione, nel medesimo contesto, attiene al modo in cui è determinato il livello dei tassi d'interesse nominali a lungo termine. Il sostenere che i tassi d'interesse "reali" dovrebbero essere abbassati al fine di stimolare la crescita economica presuppone che qualcuno abbia il controllo sui tassi *nominali* a lunga (una riduzione dei tassi d'interesse reali ottenuta sospingendo verso l'alto le aspettative inflazionistiche non può essere nelle intenzioni di nessuno). Le banche centrali esercitano ovviamente uno stretto controllo su un particolare tasso d'interesse a breve nel proprio paese. Questo tasso ha senz'altro un'incidenza sugli altri tassi d'interesse, ma il collegamento con il tasso d'interesse a lungo termine, all'estremo opposto della curva dei rendimenti, non è soltanto labile, è persino incerto quanto alla direzione. Altre determinanti dei tassi d'interesse nominali a lungo termine, le quali possono facilmente sopravanzare gli effetti desiderati della politica monetaria, sono le aspettative inflazionistiche e i flussi internazionali di capitali (che a loro volta reagiscono ai differenziali di tasso d'interesse fra i paesi, alle aspettative di tasso d'interesse nei diversi paesi e alle aspettative di cambio). Inoltre, i tassi d'interesse nominali a lungo termine sono radicati negli assetti del risparmio e degli investimenti dei settori privato e pubblico, e vengono pertanto influenzati dal rendimento reale sul capitale produttivo.

E' quindi difficile immaginare come il coordinamento internazionale delle politiche possa mai adottare con successo quale proprio punto focale i tassi d'interesse nominali a lungo termine, a prescindere dal fatto che l'ampio sfasamento fra le posizioni cicliche dei maggiori paesi industriali escluderebbe ovviamente in ogni caso un'azione parallela delle politiche al momento attuale. Con ciò non si vuol negare che la tendenza calante dei saggi di risparmio nelle economie occidentali costituisca fonte di preoccupazione, giacché essa pone un limite pericolosamente basso alla crescita non inflazionistica, presumibilmente mantenendo elevati per qualche tempo i tassi d'interesse a lungo termine. Il punto è piuttosto che la politica monetaria non può farvi nulla.

D'importanza ben maggiore, tuttavia, è la questione se sia saggio che i responsabili delle politiche si concentrino su quello che essi considerano l'obiettivo "maggiormente in pericolo", ad esempio l'inflazione allorché questa è in procinto di sfuggire al controllo, o la crescita allorché l'economia mostra segni di debolezza. Tale questione è affine, ma non proprio equivalente, a quella della scelta fra manovra anticiclica e strategia a medio termine, di cui già si è discusso. Può essere opportuno far luce su questo problema da una diversa angolazione. Il concentrarsi sempre sull'obiettivo maggiormente in pericolo significherebbe di fatto ignorare alcuni dei piú fondamentali insegnamenti di politica monetaria

tratti dall'esperienza degli ultimi due decenni: la complessa dimensione temporale dei processi che essa si propone di influenzare, il ruolo cruciale delle aspettative, e quanto sia difficile la conquista della credibilità da parte delle autorità monetarie – tre aspetti che sono strettamente interconnessi.

Per quanto trita possa apparire tale considerazione, è importante tenere presente che l'attività economica osservata ad un dato momento è il risultato di miriadi di decisioni prese nell'arco di un lungo periodo di tempo, alcune relativamente di recente, altre anni, decenni e, persino secoli orsono, se si pensa ai problemi di erosione del suolo causata dalla deforestazione in alcuni paesi oppure alla costruzione di ferrovie. Analogamente, le decisioni prese ora – in base alle valutazioni correnti delle tendenze economiche e delle future politiche – produrranno effetti per molto tempo a venire. Ciò è di immediata evidenza nel caso dell'economia reale, ma vale altresì in misura considerevole, sebbene su una scala differente, per il processo di formazione dei prezzi.

I prezzi nei mercati dei prodotti finali di rado rispecchiano semplicemente le condizioni correnti dell'offerta e della domanda. I fornitori decidono sui prezzi che essi richiedono in parte sulla base dei costi storici e in parte sulla base dei presunti costi di sostituzione. I prezzi nei mercati dei beni intermedi e dei fattori produttivi sono ancora più intrinsecamente collegati alle decisioni passate e alle valutazioni delle tendenze economiche e delle politiche. Pertanto, al fine di incidere in modo significativo sul processo di formazione dei prezzi quel che occorre è il perseguimento di politiche costanti nel tempo che esercitino un effetto stabilizzante su tutta una gamma di decisioni prese nell'arco di un lungo periodo.

Le aspettative costituiscono un elemento basilare nel processo di formazione dei prezzi. Per quanto complessi siano i fattori soggiacenti, non v'è dubbio che le aspettative traspongono essenzialmente il ricordo delle trascorse dinamiche dei prezzi nelle proiezioni per il futuro. Una buona *performance* nel passato in termini di prezzi costituisce la base della credibilità delle politiche, la quale, se non è intaccata da nuovi sviluppi, contribuisce a mantenere basse le aspettative inflazionistiche. In sintesi, una politica che cambi frequentemente di direzione a seconda della mutevole percezione di quello che è l'obiettivo maggiormente in pericolo non dà affidamento di conseguire alcuno dei suoi obiettivi; per converso, una politica che si attenga ad una linea costante può avere una certa probabilità di eliminare del tutto l'inflazione, e ciò ad un costo che *potrebbe non essere eccessivo in termini di prodotto sacrificato*, dati i benefici di lungo periodo che ci si può attendere da un più armonioso funzionamento del meccanismo di mercato.

Questo traguardo agognato è uscito di recente dal regno dell'utopia per approdare nell'arena politica, almeno in certi paesi. Ovviamente, stabilità del livello generale dei prezzi non significa necessariamente che tutti i prezzi sono stabili. In un sistema di mercato ben funzionante i prezzi dei beni e dei fattori si muovono in funzione delle variazioni relative della domanda e dei costi, anche se nel lungo periodo le strutture dei costi relativi tendono a determinare le strutture dei prezzi. Ciò è dimostrato dal calo dei prezzi relativi prodottosi durante gli ultimi decenni nel settore manifatturiero, dove hanno predominato i rapidi progressi tecnologici e le economie di scala nella produzione, nonché

dall'aumento dei prezzi relativi per la maggior parte dei servizi, per i quali la crescita della produttività è stata meno marcata. In un contesto di inflazione moderata come quello degli anni ottanta le variazioni dei prezzi relativi si realizzano per lo più attraverso i differenziali di incremento dei prezzi, mentre in una situazione non inflazionistica esse derivano da una flessione di taluni prezzi e da un aumento di altri. Si è sostenuto che, data una certa distorsione intrinseca nei calcoli del livello dei prezzi, tassi d'inflazione compresi nell'intervallo dell'1–2% possano essere considerati come stabilità dei prezzi a tutti gli effetti. Nondimeno, il passaggio da un contesto di inflazione bassa o moderata ad una situazione di inflazione nulla implica un'importante mutazione psicologica: la norma in termini di media diventa l'assenza di variazioni dei prezzi, e la flessibilità di questi deve essere simmetrica, ossia tanto verso il basso quanto verso l'alto, se si vogliono evitare onerose perdite in termini di prodotto.

Un problema fondamentale è che la flessibilità dei prezzi spesso non è simmetrica; piuttosto, tende ad esservi una considerevole rigidità verso il basso nei prezzi e nei salari, in quanto le imprese e i lavoratori mostrano una grande riluttanza ad abbassare i parametri precedentemente acquisiti, a meno di essere sottoposti a intense e persistenti pressioni concorrenziali. Esistono per contro pochi vincoli che limitino i movimenti dei prezzi verso l'alto. Le difficoltà si accrescono se l'economia è colpita da forti *shocks*, così che si rendono necessarie rapide, e fors'anche ampie, variazioni dei prezzi relativi al fine di impedire un rallentamento della crescita e un aumento della disoccupazione. In parte per tale ragione, negli ultimi decenni si è rivelato assai difficile ottenere qualcosa di meglio che un'inflazione moderata, e spingersi oltre fino alla vera stabilità, anche nei paesi con i migliori risultati nella dinamica dei prezzi. Inoltre, il più basso saggio d'inflazione (intorno al 2%) raggiunto nelle economie industriali durante l'ultimo quarto di secolo è stato ottenuto nel 1986 in gran parte per effetto del forte calo dei prezzi delle materie prime, e soprattutto del petrolio. Questa caduta dei prezzi esterni ha in parte compensato un maggiore rincaro dei beni di produzione interna, smorzando così la crescita del livello generale dei prezzi ma non intaccando la tendenza inflazionistica di fondo.

Alla luce di tutto ciò si comprende perché sia difficile per le banche centrali – anche se esse godono della piena indipendenza dai governi, agiscono con grande accortezza e possiedono un eccezionale potere di persuasione – perseguire l'obiettivo dell'assoluta stabilità dei prezzi. L'assolvimento di tale compito presuppone che siano realizzate determinate condizioni. Una condizione ovvia è un sufficiente grado di consenso sociale, poiché in un mondo nel quale gli aumenti inevitabili di taluni prezzi devono poter essere controbilanciati da diminuzioni di altri, le conseguenze saranno risentite in modo assai diverso dai differenti gruppi sociali. Ciò che ancor più importa, il compromesso fra costi a breve e benefici a lungo termine avrà anch'esso ripercussioni diverse sui differenti settori della società. Infine, occorre altresì che i governi e i legislatori riconoscano la necessità di operare con un orizzonte temporale più esteso, nonostante il vincolo posto dalle scadenze elettorali.

Si tratta di condizioni ardue, le quali potrebbero apparire del tutto irrealizzabili. Ma sarebbe giustificata una conclusione così pessimistica? Forse no: diversi sviluppi, da cui possono trarsi conclusioni convergenti, danno motivo di sperare.

Come mostra il dibattito sui problemi dell'ambiente, non è affatto impossibile convincere larghi strati della popolazione che è necessario correggere la sistematica sottovalutazione degli interessi futuri. Certo, sono occorsi tempo e opera di convinzione, ma un mutamento nell'opinione pubblica vi è stato. Qualcosa di analogo è accaduto anche per quanto concerne la consapevolezza nell'opinione pubblica della necessità di combattere l'inflazione. Un siffatto cambiamento di fondo può ben manifestarsi in un atteggiamento più esigente a riguardo del successo delle autorità nella lotta all'inflazione. Di rilevanza ancora più diretta è il comportamento dei mercati obbligazionari. Gli operatori in questo mercato hanno adottato a livello mondiale un orizzonte temporale assai più esteso, e mostrano un forte e ben giustificato interesse per l'andamento futuro dell'inflazione. Essi sono in grado di far pervenire a tutti i responsabili delle politiche un messaggio circa la congruità della politica monetaria più persuasivo di qualsiasi speculazione accademica concernente il livello tollerabile di inflazione.

Basilea, 23 maggio 1991

ALEXANDRE LAMFALUSSY
Direttore Generale

Bilancio e Conto Profitti e Perdite

al 31 marzo 1991

Bilancio al 31 marzo 1991

(in franchi oro – si veda la nota 1)

Attivo		
Oro		4 860 628 212
Cassa in contanti e conti a vista presso banche		7 011 311
Buoni del Tesoro		2 461 195 866
Depositi vincolati e anticipazioni		
In oro		
Fino a 3 mesi	181 974 060	
Ad oltre 3 mesi	207 848 580	
In valute		
Fino a 3 mesi	27 803 472 834	
Ad oltre 3 mesi	<u>2 800 208 600</u>	
		30 993 504 074
Titoli di Stato e altri titoli		
Fino a 3 mesi	5 141 064 013	
Ad oltre 3 mesi	<u>2 242 856 800</u>	
		7 383 920 813
Partite varie		12 879 652
Terreno, immobili ed arredi		<u>1</u>
		<u>45 719 139 929</u>

Nota 1:

Il franco oro equivale a gr. 0,290 322 58... di oro fino – Articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di \$USA 208 per oncia di fino (ossia secondo l'equivalenza 1 franco oro = \$USA 1,941 49...); tutte le altre partite in valuta sono state convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

Nota 2:

Al 31 marzo 1991 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 137 720 955 franchi oro.

		Prima della ripartizione dell'utile netto dell'esercizio	Dopo la ripartizione dell'utile netto dell'esercizio
Passivo			
Capitale			
Autorizzato: 600 000 azioni di 2 500 franchi oro			
ciascuna	1 500 000 000		
Emesso: 473 125 azioni	1 182 812 500		
Liberato per il 25%		295 703 125	295 703 125
Riserve			
Fondo di riserva legale	30 070 313		30 070 313
Fondo di riserva generale	622 416 157		646 716 157
Fondo speciale di riserva per i dividendi	39 530 055		39 530 055
Fondo di riserva libero	488 466 872		545 166 872
		1 108 483 397	1 261 483 397
Depositi (in oro)			
Banche centrali			
A vista	4 399 417 003		
Fino a 3 mesi	51 224 811		
Altri depositanti			
A vista	399		
		4 450 642 213	4 450 642 213
Depositi (in valute)			
Banche centrali			
A vista	2 106 981 016		
Fino a 3 mesi	33 140 509 953		
Ad oltre 3 mesi	938 196 164		
Altri depositanti			
A vista	38 046 718		
Fino a 3 mesi	2 182 066 504		
		38 405 800 355	38 405 800 355
Sistema previdenziale del Personale		150 051 390	150 051 390
Partite varie		1 121 566 666	1 121 566 666
Conto profitti e perdite		114 892 783	—
Dividendo pagabile il 1° luglio 1991		—	33 892 783
		45 719 139 929	45 719 139 929

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 1991, 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.

Basilea, 26 aprile 1991

PRICE WATERHOUSE

Conto Profitti e Perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1991
(in franchi oro)

Interessi netti e altri proventi di gestione		175 681 702
meno: Spese di amministrazione		
Consiglio di amministrazione	759 571	
Direzione e personale	27 915 205	
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>12 940 194</u>	<u>41 614 970</u>
Risultato netto di gestione		134 066 732
meno: Importi devoluti all'		
Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione	4 173 949	
Accantonamento per immobili	10 000 000	
Accantonamento per la modernizzazione degli stabili ed il rinnovamento delle attrezzature	<u>5 000 000</u>	<u>19 173 949</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1991 ..		114 892 783
<p>Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale ordinaria di ripartire l'utile netto, in base all'articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:</p>		
Dividendo: 200 franchi svizzeri per azione su 473 125 azioni ...		<u>33 892 783</u>
		81 000 000
Trasferimento al Fondo di riserva generale		<u>24 300 000</u>
		56 700 000
Trasferimento al Fondo di riserva libero		<u>56 700 000</u>
		<u> </u>

Variazioni delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1991
(in franchi oro)

I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1990-91

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero
Consistenza al 1° aprile 1990, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1989-90	30 070 313	622 416 157	39 530 055	488 466 872
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1990-91	—	24 300 000	—	56 700 000
Consistenza al 31 marzo 1991, come da Bilancio	30 070 313	646 716 157	39 530 055	545 166 872

II. Il Capitale versato ed i Fondi di riserva al 31 marzo 1991 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

	Capitale versato	Riserve	Totale
Attività nette in			
Oro	295 703 125	366 384 559	662 087 684
Valute	—	895 098 838	895 098 838
	295 703 125	1 261 483 397	1 557 186 522

Consiglio di amministrazione

Bengt Dennis, Stoccolma
Presidente del Consiglio di amministrazione,
Presidente della Banca

Bernard Clappier, Parigi
Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Dott. Carlo Azeglio Ciampi, Roma
Dott. Lamberto Dini, Roma
Dott. W.F. Duisenberg, Amsterdam
Prof. Dott. Leonhard Gleske, Francoforte
Jacques de Larosière, Parigi
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, Londra
Dott. Markus Lusser, Zurigo
Karl Otto Pöhl, Francoforte
The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, Londra
Alfons Verplaetse, Bruxelles
Philippe Wilmès, Bruxelles

Sostituti

A.D. Crockett, Londra, oppure
M.D.K.W. Foot, Londra
Dott. Antonio Fazio, Roma, oppure
Dott. Carlo Santini, Roma
Philippe Lagayette, Parigi, oppure
Francis Cappanera, Parigi
Jean-Jacques Rey, Bruxelles
Dott. Hans Tietmeyer, Francoforte, oppure
Dott. Wolfgang Rieke, Francoforte

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
Marten de Boer	Direttore, Dipartimento Bancario
Jean Vallet	Vice Segretario Generale
André Bascoul	Direttore Supplente, Segretariato Generale
Dott. H.W. Mayer	Direttore Supplente, Dipartimento Monetario ed Economico
Dott. Kurt Spinnler	Direttore Supplente, Dipartimento Bancario
Prof. Dott. Mario Giovanoli	Consigliere Giuridico, Direttore Supplente
Dott. Joseph R. Bisignano	Condirettore, Dipartimento Monetario ed Economico
Jean-Claude Dagassan	Condirettore, Agente del FECoM
P.C. Bridge	Condirettore, Dipartimento Bancario
Tullio Pollonio	Condirettore, Capo Contabile
Jean-Marc Andreoli	Condirettore, Segretariato Generale
Yukio Iura	Condirettore, Dipartimento Bancario
Alexander Radzyner	Condirettore, Segretariato Generale
Claude Sivy	Condirettore, Controllo Sicurezza Operativa
Günter Pleines	Condirettore, Dipartimento Bancario
Robert von Werra	Condirettore, Dipartimento Monetario ed Economico
Dott. Gunter D. Baer	Segretario Generale del Comitato dei Governatori delle banche centrali degli Stati membri della CEE

