BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

68ª RELAZIONE ANNUALE

1º APRILE 1997–31 MARZO 1998 BASILEA, 8 GIUGNO 1998

Banca dei Regolamenti Internazionali

68ª Relazione annuale

1° aprile 1997 – 31 marzo 1998 Basilea, 8 giugno 1998

© Banca dei Regolamenti Internazionali, 1998
CH-4002 Basilea, Svizzera

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione o la traduzione di brevi parti del testo purché sia citata la fonte.

ISSN 1021-2507
ISBN 92-9131-498-6
Pubblicata anche in francese, inglese e tedesco.

Disponibile in lingua inglese sul sito Internet della BRI (http://www.bis.org).

Indice

Pagina

Lettera di presentazione ... 1

I. Introduzione: distinguere i sintomi dalle cause ... 3

Il processo di contagio e la risposta sul piano delle politiche ... 5
La prevenzione e la gestione delle crisi ... 8

II. Gli andamenti nei paesi industriali avanzati ... 11

Aspetti salienti ... 11
Andamenti nelle sette maggiori economie ... 12
Andamenti in altri paesi industriali ... 17
Combinazione delle politiche macroeconomiche ... 20
Variazioni della ricchezza finanziaria e della spesa ... 23
Mercato del lavoro ... 24
Prezzi all'importazione e inflazione ... 27
Commercio estero, partite correnti e investimenti diretti esteri ... 29
Commercio estero ... 29
Andamenti delle partite correnti nei paesi industriali ... 30
Principali tendenze degli investimenti diretti esteri ... 31

III. Le politiche economiche e gli andamenti nel resto del mondo ... 37

Aspetti salienti ... 37
Il contesto macroeconomico delle turbolenze finanziarie in Asia ... 37
Andamenti nei singoli paesi asiatici ... 42
La crisi del Sud-Est asiatico ... 43
Repubblica di Corea ... 46
Altri paesi dell'Asia ... 47
Questioni particolari sollevate dalle crisi asiatiche ... 49
Tassi di cambio reali e prodotto ... 49
Tassi di cambio e prezzi ... 51
Andamenti in America latina ... 53
Africa e Medio Oriente ... 56
Recenti andamenti economici e finanziari nelle economie in transizione ... 57
Europa orientale ... 57
Russia ... 59

IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati ... 61

Aspetti salienti ... 61
La politica monetaria negli Stati Uniti ... 61
La politica monetaria in Giappone ... 64
La politica monetaria nell'area della UEM ... 66
Germania, Francia, Belgio e Austria ... 66
Irlanda, Finlandia e Paesi Bassi ... 67
Italia, Spagna e Portogallo ... 67

Pagina

Le questioni di politica monetaria nella fase di avvicinamento alla UEM 67
L'impostazione della politica monetaria 69
Il quadro operativo della politica monetaria 71
Paesi con obiettivi di inflazione 72
Sviluppi sul piano istituzionale 72
Sviluppi sul piano operativo 73
La trasparenza della politica monetaria 77

V. I prezzi delle attività e il settore degli investitori istituzionali 83

Aspetti salienti 83
I prezzi delle attività 83
Mercati azionari 84
Mercati obbligazionari 87
Mercati immobiliari 90
Gli investitori istituzionali e i mercati finanziari 91
Caratteristiche ed evoluzione del settore 92
Implicazioni sul piano delle scelte allocative 96
Diversità degli investitori e meccanismi di feedback positivo 98
Risposta degli investitori istituzionali agli eventi del 1997 100
Prospettive 104

VI. Tassi di cambio e flussi di capitali 107

Aspetti salienti 107
Dollaro USA, marco tedesco e yen 107
Il dollaro e gli andamenti congiunturali 107
Prospettive a riguardo del dollaro 113
Andamenti valutari in Asia 115
Corsi delle materie prime e tassi di cambio 121
Tassi di cambio europei e unione monetaria 123

VII. L'intermediazione finanziaria e la crisi asiatica 128

Aspetti salienti 128
Esplosione del credito interno e fragilità del sistema finanziario 129
Abbondante liquidità mondiale 132
Gestione del portafoglio estero 140
Le fasi della crisi 143
La risposta di politica economica 145
Assistenza finanziaria ufficiale 146
Politica monetaria 148

VIII. I mercati internazionali dei capitali 155

Aspetti salienti 155
Il mercato bancario internazionale 157
Operazioni con i paesi all'interno dell'area dichiarante 159
Operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante 160
I mercati mobiliari internazionali 163
Tipologia e paese di residenza degli emittenti 164
Tipi di strumenti 165
Composizione per valute 167
Impatto della crisi asiatica 167
Influsso della UEM 168
I mercati derivati globali 169
Strumenti negoziati in borsa 169
Strumenti negoziati fuori borsa 172
Globalizzazione e intermediazione finanziaria 175

Pagina

IX. Conclusioni: individuare i rischi e le misure preventive 178

Le prospettive macroeconomiche e gli insegnamenti sul piano delle politiche 180
La liberalizzazione finanziaria e i cambiamenti strutturali 183
La prevenzione e la gestione delle crisi 185

Attività della Banca 191

Cooperazione monetaria e finanziaria internazionale 191
Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria 192
Comitato permanente per l'euromercato 194
Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento 195
I contributi della BRI al lavoro delle banche centrali dei mercati emergenti 197
Servizi di coordinamento per le banche centrali e le organizzazioni internazionali ... 198
Gruppo di esperti di informatica 198
Gruppo di esperti sulle questioni della banca dei dati monetari ed economici 199
I contributi della BRI al lavoro del Gruppo dei Dieci 199
Funzioni di Agente e di Fiduciario 200
Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ecu privati 200
Fiduciario per i prestiti governativi internazionali 200
Depositario di garanzie per le obbligazioni brasiliane 201
Depositario di garanzie per le obbligazioni peruviane 201
Depositario di garanzie per le obbligazioni della Côte d'Ivoire 201
Assistenza finanziaria alle banche centrali 201
Cooperazione con le commissioni ufficiali nelle ricerche sulle attività nel periodo bellico – Apertura degli archivi della BRI 202
Operazioni del Dipartimento Bancario 202
Passivo 202
Attivo 203
Utile netto e sua ripartizione 203
Aumento del numero delle banche centrali azioniste 205
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione 205

Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1998 207

Consiglio di amministrazione 222

Dirigenti della Banca 223

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 13 e il 20 maggio 1998

Elenco dei grafici (*) e delle tabelle

Pagina

Gli andamenti nei paesi industriali avanzati

Inflazione, output gap e tasso di cambio* 12
Disoccupazione e variazione dei costi unitari reali del lavoro* 13
Settore informatico nell'economia USA 14
Crescita del PIL reale e inflazione dei prezzi al consumo nel 1997* 18
Variazione del saldo delle amministrazioni pubbliche per componenti* 21
Evoluzione del risparmio interno in determinati paesi 22
Variazione del saldo di bilancio e del risparmio delle famiglie* 22
Debito pubblico nel 1997* 23
Variazioni dei prezzi reali delle azioni e dei consumi delle famiglie in determinati paesi . 24
Tassi di disoccupazione nel 1996 e 1997* 25
Andamento dell'occupazione a livello aggregato e nel settore manifatturiero 26
Variazione dei prezzi all'importazione e inflazione interna 27
Prodotto e interscambio mondiale 29
Indicatori del commercio estero e partite correnti 30
Andamenti comparati degli investimenti diretti esteri 31
Investimenti diretti esteri e output gap nei paesi OCSE* 32
Investimenti diretti esteri in determinati paesi e aree* 33
Distribuzione geografica delle esportazioni e degli investimenti diretti esteri 35

Le politiche economiche e gli andamenti nel resto del mondo

Crescita, inflazione e partite correnti 38
Struttura macroeconomica di determinate economie asiatiche 39
Investimenti diretti esteri ed esportazioni* 40
Tassi di cambio effettivi reali in Asia* 41
Impatto a breve della crisi finanziaria in Asia 42
Inflazione, tassi d'interesse reali e tassi di cambio in Asia* 45
Previsioni di crescita del PIL nel 1998 e tasso di cambio effettivo reale* 49
Tassi di cambio e inflazione in determinati paesi 52
Inflazione, tassi d'interesse reali e tassi di cambio in America latina* 54
Crescita del PIL e inflazione nelle economie in transizione* 58
Indicatori finanziari nell'Europa orientale* 59

La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Indicatori economici per gli Stati Uniti* 62
Previsioni dinamiche del tasso dei federal funds* 63
Indicatori economici per il Giappone* 64
Output gap, inflazione e tassi d'interesse nei paesi della UEM* 68
Convergenza nei paesi della UEM* 69
Tassi d'interesse nell'area UEM: tasso effettivo e tasso implicito secondo la regola Taylor* 70
Inflazione e tassi ufficiali in alcuni paesi* 74
Aggiustamenti dei tassi ufficiali 75
Trasparenza della politica monetaria 77
Aspettative inflazionistiche a lungo termine, inflazione e rendimenti obbligazionari* 79
Reattività del tasso di cambio a variazioni inattese dell'inflazione* 80

Pagina

I prezzi delle attività e il settore degli investitori istituzionali

Indici azionari* ... 84
Volatilità dei mercati azionari* ... 85
Rendimenti richiesti sulle azioni* ... 86
Indici di valutazione dei prezzi azionari ... 87
Differenziali dei rendimenti obbligazionari* ... 88
Esposizione programmata dei gestori di fondi, per tipi di attività* ... 89
Volatilità dei rendimenti obbligazionari* ... 89
Prezzi immobiliari nominali e deflazionati ... 90
Investitori istituzionali in un'ottica mondiale, 1995 ... 92
Crescita delle società di investimento ... 93
Crescita dei fondi pensione ... 95
Crescita delle compagnie di assicurazione ... 96
Diversificazione internazionale dei portafogli istituzionali, 1996 ... 97
Flussi di investimento dei fondi pensione verso i mercati emergenti* ... 101
Esposizione di portafoglio stimata degli hedge funds verso i mercati emergenti* ... 102
Raccolta netta dei fondi comuni azionari internazionali USA* ... 102
Raccolta netta dei fondi comuni azionari USA* ... 103
Tendenze nell'offerta di azioni quotate e di titoli di Stato* ... 105

Tassi di cambio e flussi di capitali

Dollaro USA: tasso di cambio rispetto a yen e marco tedesco* ... 108
Tassi d'interesse a termine a sei mesi* ... 108
Transazioni internazionali in obbligazioni e azioni ... 109
Flussi di portafoglio dal Giappone verso gli Stati Uniti* ... 109
Tasso di cambio, volatilità implicita e "risk reversals" dello yen* ... 110
Distribuzioni di probabilità del marco tedesco rispetto al dollaro* ... 111
Tassi di cambio e mercati azionari* ... 112
Dollaro USA: stime della parità del potere d'acquisto e del valore di equilibrio fondamentale ... 113
Riserve valutarie ufficiali ... 114
Tassi di cambio, volatilità implicita e variazioni del rating in Asia* ... 116
Concorrenza nelle esportazioni e tassi di cambio in Asia* ... 117
Correlazioni tra i rendimenti in dollari su mercati monetari emergenti ... 119
Correlazione tra i rendimenti in dollari sui mercati monetari della Repubblica Ceca e della Thailandia* ... 120
Volume di contrattazioni in cambi e volatilità nelle valute di paesi emergenti ... 121
Prezzi delle materie prime, tassi di cambio e tasso sui prestiti in oro* ... 122
Valute europee rispetto al marco tedesco* ... 123
Variazioni dei cambi a termine rispetto al marco tedesco* ... 124
Attività su due mercati valutari europei* ... 125
Depositi bancari internazionali a fine 1997 ... 126

L'intermediazione finanziaria e la crisi asiatica

Espansione del credito bancario e indicatori del settore bancario ... 130
Liquidità, corsi azionari e credito bancario ai mercati emergenti* ... 133
Finanziamento bancario e obbligazionario internazionale in cinque paesi dell'Asia ... 134
Rapporto prezzo/utile in determinati mercati dell'Asia* ... 135
Spreads degli strumenti debitori dei mercati emergenti* ... 137
Crisi asiatica e rating del debito sovrano ... 139
Debito estero a breve in percentuale delle riserve valutarie ... 140
Flussi esterni cumulativi in Asia ... 142
Cronologia della crisi ... 144
Correlazione con i movimenti settimanali dei corsi azionari in Thailandia ... 145

Pagina

Afflussi netti di capitali privati in Asia e in America latina 146
Impegni di finanziamento ufficiali 147
Tassi d'interesse e tasso di cambio durante la crisi 149
Tassi d'interesse a breve in termini reali: deflatori alternativi 151
Espansione del credito bancario in termini reali* 152
Prezzi immobiliari 153

I mercati internazionali dei capitali

Attività sui mercati finanziari internazionali* 155
Finanziamento netto stimato sui mercati internazionali 156
Aspetti principali dell'attività bancaria internazionale 158
Credito bancario internazionale totale* 159
Struttura per valute e nazionalità del credito bancario internazionale* 159
Attività esterne delle banche verso i paesi al di fuori dell'area dichiarante 160
Finanziamento bancario internazionale a determinate regioni* 161
Finanziamento internazionale bancario e mobiliare in Asia e America latina* 162
Aspetti principali delle emissioni internazionali di titoli 163
Tassi d'interesse internazionali* 164
Aspetti principali del mercato internazionale di obbligazioni e notes* 166
Mercati di alcuni strumenti finanziari derivati 170
Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse organizzate 171
Volume delle contrattazioni di borsa in financial futures e opzioni* 172
Nuovi swaps di tasso d'interesse e di valuta* 173

68ª Relazione annuale

sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea l'8 giugno 1998

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la sessantottesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1997 e terminato il 31 marzo 1998.

L'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 259 160 599 a fronte di franchi oro 194 289 449 del precedente esercizio. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 1997/98 sono riportati nella sezione "Utile netto e sua ripartizione", a pagina 203 di questa Relazione.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 52 549 459 al pagamento di un dividendo di 300 franchi svizzeri per azione. Va notato che il dividendo pagabile sulle 40 nuove azioni emesse nel corso dell'esercizio finanziario sarà liquidato pro rata tempore in base alla data di sottoscrizione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 41 322 228 al Fondo di riserva generale, franchi oro 3 000 000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 162 288 912 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1997–98 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1998.

Basilea, 20 maggio 1998

ANDREW CROCKETT
Direttore Generale

I. Introduzione: distinguere i sintomi dalle cause

Si può ben comprendere che la recente crisi asiatica abbia richiamato un'enorme attenzione. Alcune difficoltà erano state previste, ma la rapidità con cui è esplosa la crisi, l'inarrestabile processo di contagio ad altri paesi, le dimensioni del crollo dei cambi e dei prezzi delle attività, tutto ciò non era previsto e non ha precedenti nella storia recente. Lo shock è stato tanto più grande in quanto si stava formando l'opinione concorde che l'Asia fosse il modello per il futuro. E non è neppure del tutto certo che il peggio sia passato. Anche se i mercati finanziari si sono in certa misura stabilizzati, resta da vedere quale sia l'impatto globale sulle imprese nazionali e sulle istituzioni che le hanno finanziate e quali i costi sociali complessivi. Le cause interne della crisi, in retrospettiva, sono fin troppo evidenti. Esse potevano e dovevano essere evitate. Un'eccessiva espansione del credito e il connesso sovradimensionamento dello stock di capitale, sistemi bancari non soggetti ad adeguata vigilanza, "bolle" speculative dei prezzi delle attività e regimi di cambio troppo rigidi hanno svolto un ruolo più o meno importante in tutti i paesi coinvolti. Sarebbe tuttavia un errore concludere che tutte le difficoltà potevano essere facilmente evitate se solo le politiche interne fossero state un po' migliori. Questi sviluppi sono intervenuti in un contesto di squilibri macroeconomici internazionali che hanno contribuito non poco agli avvenimenti in Asia e che potrebbero avere ulteriori manifestazioni.

Un fattore esterno che ha esercitato un importante influsso è il divario delle posizioni cicliche tra i maggiori paesi industriali, che si sta protraendo molto più del previsto. La forte domanda interna negli Stati Uniti si pone in netto contrasto con una spesa interna stagnante e in regresso rispettivamente in Germania e in Giappone (Capitolo II). La recente forza del dollaro nei confronti del marco tedesco e dello yen può essere in buona parte vista come una naturale conseguenza di queste divergenze cicliche. Ma tali divergenze sono a loro volta il risultato di situazioni interne inconsuete. Negli Stati Uniti, grazie a un'inflazione sorprendentemente debole l'espansione è potuta proseguire richiedendo solo un intervento minimo di politica monetaria. In Giappone gli ulteriori effetti avversi prodotti dalle difficoltà del settore finanziario hanno contribuito ad abbassare i tassi d'interesse a livelli senza precedenti e a dilatare notevolmente la liquidità del sistema bancario. E anche in diversi paesi europei i tassi sono rimasti in prossimità dei minimi storici.

In un tale contesto, non sorprende che siano aumentati sensibilmente i flussi di capitali verso altre parti dell'Asia, causando pressioni al rialzo sui tassi di cambio reali e un deterioramento dei disavanzi commerciali (Capitolo III). Il considerevole recupero del dollaro rispetto al minimo toccato nel 1995, insieme alla forte posizione competitiva della risorgente economia cinese, ha rafforzato tali pressioni, tenuto conto della decisione di molti paesi asiatici di ancorare le

loro valute al dollaro. I mercati hanno infine reagito imponendo ampi deprezzamenti nominali, che si sono accentuati allorché è divenuta sempre più manifesta la debolezza dell'economia interna. Per certi versi, questo processo richiama alla mente le crisi degli AEC dei primi anni novanta, quando il divario ciclico tra l'economia statunitense alle prese con le difficoltà del settore finanziario e la Germania impegnata nella riunificazione fece sì che le valute legate al marco in ascesa fossero attaccate l'una dopo l'altra.

Parallelamente al divergere delle posizioni cicliche dei maggiori paesi industriali, l'inflazione misurata ha avuto la tendenza a convergere verso livelli relativamente bassi. In parte ciò è dovuto al fatto che i movimenti dei tassi di cambio hanno agito nel senso di spostare la domanda dai paesi in cui le pressioni inflazionistiche erano maggiori verso quelli con più ampi margini di capacità. Tuttavia, questa convergenza rispecchia anche l'agire di forze più profonde, e in particolare il più risoluto impegno ufficiale alla stabilità dei prezzi (Capitolo IV), le politiche di bilancio restrittive in Europa e nel Nord America, la maggiore contendibilità di mercati sempre più integrati a livello mondiale e gli effetti cumulativi dei massicci investimenti nelle tecnologie informatiche e nelle industrie collegate. La crisi asiatica e il suo impatto sui prezzi internazionali dei prodotti elettronici, del petrolio e di altre materie prime rafforzeranno queste tendenze disinflazionistiche quand'anche la crisi non si diffondesse ulteriormente.

Quali che siano le origini di queste pressioni disinflazionistiche, i mercati finanziari mondiali, crisi asiatica a parte, hanno reagito in modo estremamente favorevole. E più di recente persino la crisi asiatica, che verso la fine dello scorso anno aveva scatenato una generalizzata fuga verso la qualità, è stata vista come fonte di benefici effetti collaterali disinflazionistici in alcuni paesi industriali. Conseguentemente i rendimenti delle obbligazioni di prim'ordine sono scesi per gran parte dello scorso anno, e in misura ancor più pronunciata nei primi mesi del 1998. I premi per il rischio di credito, parimenti diminuiti nel 1997, si sono ampliati all'insorgere della crisi asiatica, ma nell'aprile di quest'anno gran parte dell'aumento era stato annullato. In effetti, il capitale internazionale è tornato ad affluire verso un certo numero di paesi che erano riusciti a respingere gli attacchi speculativi in occasione delle turbolenze asiatiche. Infine, dopo la battuta d'arresto in ottobre i mercati azionari di gran parte dei paesi industriali sono rapidamente tornati a livelli record (Capitolo V), e ciò fa ritenere che gli effetti dei decrescenti tassi d'inflazione e d'interesse prevalessero ancora sulle preoccupazioni degli investitori circa l'esposizione potenziale al rischio o un possibile rallentamento della crescita dei rendimenti in futuro.

Parte di questo ottimismo finanziario riposa su una serie di convinzioni che potrebbero risultare giustificate o meno: ossia che una "nuova era" di crescita della produttività e dei profitti è già ravvisabile nelle più recenti statistiche sull'economia USA; che allo stesso risultato condurrà l'ondata di ristrutturazioni in Europa; e che in molte economie emergenti i rendimenti continueranno a essere sufficientemente alti da compensare i connessi rischi. Tuttavia, la sostenuta dinamica dei prezzi delle attività finanziarie potrebbe anche rispecchiare andamenti di fondo potenzialmente più allarmanti. Il primo è il marcato aumento della liquidità globale, evidenziato dalla recente accelerazione della crescita monetaria in molti paesi e dal livello atipicamente basso dei tassi d'interesse cui

si è accennato in precedenza. Il secondo riguarda gli effetti del cambiamento in atto nella struttura dell'intermediazione finanziaria internazionale. Per il settore dei servizi finanziari è chiaramente iniziato un periodo di concorrenza sempre più agguerrita, e alcune banche potrebbero essere state tentate di intraprendere attività insolitamente rischiose per compensare i decrescenti margini di intermediazione. Un aspetto collegato è il costante aumento delle dimensioni e della presenza internazionale degli investitori istituzionali non bancari, come le compagnie di assicurazione, i fondi pensione, i fondi comuni di investimento e simili. La tendenza cedente dei tassi nominali sulle attività di prim'ordine potrebbe aver indotto sia i proprietari che i gestori di fondi a preservare i livelli di rendimento senza tenere adeguatamente conto dei maggiori rischi.

La crisi asiatica, come quelle che l'hanno preceduta in Messico e nei paesi nordici, ha nuovamente evidenziato la complementarità tra la stabilità macroeconomica e la stabilità finanziaria. Una sola delle due non basta. Trascurando l'una si rischia fortemente di compromettere anche l'altra, con il pericolo di ampi effetti moltiplicativi. È vero che negli ultimi due decenni l'impegno delle autorità alla disciplina di bilancio e alla stabilità dei prezzi ha ottenuto un sempre maggior sostegno da parte dell'opinione pubblica. Tali obiettivi rappresentano ormai la norma nella maggior parte dei paesi industriali e trovano crescente accettazione anche nelle economie in via di sviluppo. Per contro, solo di recente è stata riconosciuta la necessità di rafforzare i sistemi bancari e finanziari, riconoscimento questo che in alcuni paesi pare incontrare ancora forti resistenze politiche, dettate da sentimenti nazionalistici e da interessi consolidati.

Negli ultimi anni i vari comitati di esperti nazionali che operano con il sostegno della BRI hanno dedicato crescente attenzione a questioni che hanno rilevanza per la stabilità del sistema finanziario internazionale. Consapevoli della globalizzazione dei mercati finanziari, i rappresentanti dei paesi emergenti stanno svolgendo un ruolo sempre più importante negli organismi in cui vengono elaborate raccomandazioni in materia di norme e pratiche internazionali. Mentre l'applicazione di tali raccomandazioni sarà certamente facilitata se coloro ai quali sono rivolte hanno anche partecipato alla loro stesura, nessuno dovrebbe farsi illusioni sull'entità dei problemi ancora da risolvere e sulle difficoltà da superare. Se la crisi asiatica ha fornito l'impulso ad accelerare queste necessarie iniziative per una riforma dei sistemi finanziari a livello mondiale, allora i suoi pesanti costi avranno avuto come contropartita almeno un importante beneficio.

Il processo di contagio e la risposta sul piano delle politiche

Dopo l'iniziale deprezzamento del baht thailandese nel luglio 1997, un'ondata di pressioni speculative si è abbattuta su un gran numero di valute e paesi di quest'area. Sempre giudicando in retrospettiva, una dinamica di questo tipo, una volta messa in moto da un qualche fattore scatenante, non avrebbe dovuto giungere inattesa. Parecchi paesi coinvolti presentavano una struttura delle esportazioni analoga a quella di altri paesi della regione (Capitoli III e VI), e i prezzi dei beni esportati (specie dei prodotti elettronici) si erano recentemente indeboliti. Ciò li rendeva particolarmente vulnerabili a deprezzamenti competitivi. Diversi paesi erano stati destinatari negli ultimi tempi di ingenti afflussi di

capitali a breve dall'estero. Per molti di essi esisteva inoltre il sospetto che le istituzioni finanziarie fossero fragili, anche se la mancanza pressoché totale di trasparenza rendeva impossibile qualsiasi conclusione sicura.

In una situazione così incerta, era fin troppo facile per gli investitori perdere la fiducia nei confronti dell'intera regione asiatica, e questa tendenza è stata rafforzata dall'inadeguata risposta alla crisi da parte delle politiche dei paesi maggiormente colpiti (Capitolo VII). Un fattore particolarmente importante era costituito dall'elevato livello dell'indebitamento a breve in valuta dei residenti – come ci si poteva forse attendere dopo un decennio di stabilità monetaria – e dai loro tentativi sempre più frenetici di coprire queste posizioni, man mano che l'estendersi della crisi accresceva la probabilità di perdite. Infine, quando in alcuni casi sono venuti a mancare anche i crediti commerciali, gli eventi sono precipitati in una crisi di liquidità o in una "corsa agli sportelli" di dimensioni classiche.

A grandi linee, l'entità del danno arrecato finora dai più alti tassi d'interesse e dal deprezzamento del cambio è dipesa dalla forza o dalla debolezza delle condizioni economiche fondamentali, e in particolare dalla solidità relativa dei sistemi bancari nazionali. Il paese che ha sofferto di più è l'Indonesia, mentre quelli meno colpiti sono stati Singapore, Taiwan e Hong Kong. In quest'ultimo caso, le autorità sono riuscite a mantenere il regime di "currency board" ancorato al dollaro USA, anche se a prezzo di un temporaneo brusco rialzo dei tassi d'interesse e di un calo dei prezzi delle attività. Per le autorità di Hong Kong, così come per quelle di diverse altre giurisdizioni, sono state di notevole ausilio le ripetute assicurazioni delle autorità cinesi che il renminbi non sarebbe stato svalutato. Se ciò fosse avvenuto, un ulteriore esempio di circolo vizioso si sarebbe aggiunto al processo di contagio all'interno e all'esterno della regione.

In effetti, altre parti del mondo erano già state colpite in varia misura. Nell'Europa orientale, in concomitanza con la crisi thailandese era stato necessario svalutare la corona ceca e imporre un piano di austerità. Anche il rublo russo era stato attaccato dalla speculazione e la sua difesa era riuscita solo con l'aiuto di un drastico aumento dei tassi d'interesse. In Brasile la moneta e il mercato azionario hanno parimenti subito pesanti pressioni nell'autunno 1997, ma hanno recuperato in seguito grazie a un severo inasprimento fiscale e monetario. E molti altri paesi, tra cui Polonia, Grecia, Estonia e Sudafrica, hanno sperimentato prima o poi difficoltà analoghe. Successivamente, i mercati asiatici sembravano aver ritrovato una certa stabilità; i tassi di cambio si sono rafforzati in alcuni paesi e in genere i tassi d'interesse sono parzialmente scesi in conseguenza. È ovviamente troppo presto per concludere che la crisi sia superata, specie in paesi con sistemi finanziari deboli o i cui tassi di cambio reali si erano fortemente apprezzati negli ultimi anni.

Finora i paesi industriali sono stati contagiati da questi eventi meno di quanto si fosse temuto inizialmente. In parte, ciò deriva dal fatto che le esportazioni provenienti dall'Asia non hanno reagito ancora ai più bassi tassi di cambio, ma è anche dovuto al calo dei prezzi delle materie prime e all'aumento della spesa connesso con le condizioni generalmente più distese dei mercati finanziari mondiali nell'anno trascorso. Un'importante e inquietante eccezione potrebbe essere il Giappone, dove i considerevoli problemi interni sono ora acuiti dalle difficoltà di altri paesi asiatici, difficoltà che a loro volta contribuiscono ad aggravare.

Dopo un avvio promettente nel 1997, la domanda interna giapponese è calata drasticamente a seguito del forte inasprimento della politica fiscale in aprile. Una serie di shock ha ulteriormente scosso la fiducia dei consumatori e delle imprese: disoccupazione in aumento e timori di prossime ristrutturazioni industriali, crisi asiatica e conseguente calo delle esportazioni verso quest'area, fragilità del sistema finanziario nazionale. Il razionamento del credito, specie per le imprese minori che normalmente non dispongono di fonti di finanziamento alternative, sta già pesando sull'economia, e la considerevole esposizione delle banche giapponesi verso debitori asiatici di dubbia solvibilità non può che amplificare questi effetti. Le autorità giapponesi hanno reagito con due manovre economiche di stimolo, che si aggiungono a varie altre iniziative di questo tipo. Tuttavia, dato il precedente consenso sulla necessità di aumentare il risparmio nazionale per far fronte alle pressioni demografiche, e la natura transitoria degli alleggerimenti fiscali finora concessi, l'effetto ultimo sulla spesa è per ora incerto. È stata altresì aumentata la liquidità del sistema bancario, in risposta all'ampliarsi del premio di rischio, in particolare per le istituzioni finanziarie giapponesi. Con molti anni di ritardo, a causa dell'ostilità dell'opinione pubblica all'impiego di fondi dello Stato per sostenere il settore finanziario, le autorità hanno finalmente cominciato ad affrontare questo problema fondamentale. Nel marzo 1998 sono stati stanziati ¥13 trilioni per la ricapitalizzazione delle banche e ulteriori ¥17 trilioni per migliorare il sistema di assicurazione dei depositi. L'efficacia del primo di questi interventi resta incerta, poiché non si sa ancora in base a quali criteri saranno distinte le banche "buone" da quelle "cattive", né come procedere risolutivamente nei confronti di queste ultime.

Alquanto più difficile è individuare le ripercussioni della crisi asiatica sull'Europa continentale. Sebbene una quota significativa del commercio estero europeo riguardi l'Asia, la domanda di esportazioni non ha ancora cominciato a diminuire veramente e anche gli effetti collegati agli investimenti diretti esteri (asiatici in Europa ed europei in Asia) sembrano per ora modesti. Il fatto che l'esposizione delle banche europee verso l'Asia sia quasi altrettanto grande di quella delle banche giapponesi potrebbe essere motivo di preoccupazione, quantunque mitigata in parte dalle migliori condizioni del sistema bancario europeo. Tuttavia, questo shock interviene in un momento poco propizio, almeno per alcuni paesi. Una certa vulnerabilità potrebbe persistere in Francia, anche se di recente la domanda interna ha cominciato a sostituirsi alle esportazioni come principale motore della crescita. In Germania vi sono tuttora poche indicazioni che un processo analogo sia iniziato, benché nelle regioni occidentali la disoccupazione sia recentemente diminuita più del previsto. Per giunta, in tutta l'Europa vi è stato un perdurante e sostanziale inasprimento della politica fiscale connesso, almeno in parte, con gli sforzi volti a soddisfare i criteri di Maastricht. Continuano inoltre a influire le incertezze a riguardo di altri provvedimenti di politica economica, come la progettata settimana lavorativa di 35 ore in Francia e in Italia e la riforma previdenziale e tributaria in Germania.

Nondimeno, come attesta l'accelerazione della crescita nell'Europa continentale durante il 1997, hanno anche agito potenti forze a sostegno di un'espansione duratura. Non soltanto i tassi a più lungo termine sono scesi e i mercati azionari hanno segnato rialzi, ma le valute europee si sono indebolite rispetto a

quelle dei paesi più avanzati nel ciclo economico. In effetti, con il rafforzarsi del convincimento sui mercati finanziari che l'euro sarebbe stato introdotto alla data prevista e in un ampio numero di paesi, l'effetto della convergenza sui prezzi delle attività nei paesi "periferici" è stato per così dire fenomenale. In alcuni di questi paesi la preoccupazione primaria è ora l'eccessivo allentamento delle condizioni finanziarie, con il pericolo di spinte inflazionistiche più generalizzate. Paradossalmente, la crisi asiatica potrebbe aver contribuito a rafforzare questi timori, se è vero che la decisione della Bundesbank di evitare un nuovo inasprimento monetario è stata dettata, almeno in parte, dalle preoccupazioni circa l'impatto degli sviluppi in Asia su un'economia tedesca ancora stagnante.

Le implicazioni macroeconomiche della crisi asiatica, tanto per gli Stati Uniti quanto per il Regno Unito, potrebbero essere giudicate, nel complesso, non del tutto sgradite, specie tenuto conto della più modesta esposizione dei rispettivi sistemi bancari verso i paesi colpiti. In entrambe le economie, grazie alla vigorosa crescita della domanda interna il prodotto ha raggiunto e possibilmente superato il livello precedentemente ritenuto incompatibile con un'inflazione stabile. Finora i segni manifesti di spinte inflazionistiche sono stati minori del previsto, forse in parte per effetto dei guadagni di produttività, ma un certo indebolimento della domanda estera conseguente alla crisi asiatica potrebbe essere considerato come una salvaguardia contro tale eventualità. È anche vero che in entrambi i paesi il rialzo del valore esterno della moneta ha contribuito in misura significativa a contenere il tasso d'inflazione. Considerazioni legate al ruolo di moneta-rifugio, indotte dagli sviluppi in Asia e dalla prospettiva dell'euro, potrebbero aver dato ulteriore impulso a questi movimenti dei cambi.

Un effetto del connesso favorevole andamento dell'inflazione è che i tassi d'interesse negli Stati Uniti e, in minor misura, nel Regno Unito sono stati mantenuti più bassi di quanto sarebbe stato altrimenti possibile. Tuttavia, una complicazione potrebbe derivare dal fatto che il deterioramento della bilancia commerciale retroagisca infine sul cambio, con la conseguenza che andrebbero perduti i vantaggi disinflazionistici provenienti da questa fonte. In effetti, i primi segnali in tal senso si potrebbero già intravedere nel momento stesso in cui il dollaro e la sterlina cessassero di apprezzarsi. Un ulteriore problema è che i tassi d'interesse eccezionalmente bassi potrebbero contribuire a spingere i prezzi delle attività a livelli che risulterebbero insostenibili qualora le spinte inflazionistiche e i tassi d'interesse dovessero poi muoversi al rialzo. Ove una di queste eventualità dovesse verificarsi, ancorché con notevole ritardo, si avrebbe una conferma di ciò che il buon senso parrebbe suggerire: gli effetti finali della crisi asiatica saranno deleteri per tutte le parti coinvolte, anche se in misura maggiore per le une che per le altre. La ovvia conclusione è che gli sforzi diretti alla prevenzione delle crisi dovranno continuare a essere una priorità primaria sia per il settore pubblico che per quello privato.

La prevenzione e la gestione delle crisi

Il fatto che le crisi finanziarie e valutarie abbiano continuato a verificarsi, e siano anzi diventate più frequenti negli anni novanta, indica chiaramente che le misure preventive finora adottate sono state inadeguate. E tuttavia, molto lavoro è stato

svolto negli ultimi anni e in alcune aree si sono conseguiti notevoli progressi. I comunicati seguiti ai vertici del Gruppo dei Sette di Halifax, Lione e Denver hanno dato grande impulso a questo lavoro, e lo stesso vale per i documenti pubblicati dopo il vertice di Birmingham.

Affinché un'azione preventiva possa essere messa in atto per scongiurare una crisi, gli operatori di mercato e le autorità di vigilanza devono anzitutto avere adeguato accesso alle informazioni che potrebbero servire a prevedere una simile crisi. Lo scorso anno un numero crescente di paesi ha aderito allo Special Data Dissemination Standard del FMI. Inoltre è già stato raggiunto un accordo su una serie di utili modifiche alle statistiche semestrali della BRI sulla distribuzione per scadenze, settori e nazionalità del credito bancario internazionale (ad esempio, aumento del numero dei paesi dichiaranti, distribuzione in base al rischio ultimo e periodicità trimestrale). Nello stesso tempo, va riconosciuto che una migliore informazione è condizione necessaria, ma di per sé non sufficiente a prevenire le crisi. Servono anche lungimiranza nel prevedere le crisi e volontà di agire preventivamente. L'esperienza asiatica ne è una dimostrazione lampante. Nonostante la tempestiva disponibilità dei dati BRI che segnalavano una crescente vulnerabilità di alcuni di questi paesi di fronte a un improvviso ritiro di crediti bancari internazionali a breve, il loro volume ha continuato semplicemente ad aumentare (Capitolo VIII). Ugualmente ignorati sono stati anche altri problemi evidenti, come i crescenti disavanzi di parte corrente e il calo del saggio di redditività degli investimenti. Ciò mostra come l'uso che si fa delle informazioni sia altrettanto importante quanto la loro mera disponibilità.

Sono già state prese varie iniziative per facilitare la prevenzione delle crisi attraverso un rafforzamento dei sistemi finanziari a livello sia nazionale che internazionale. Un rapporto sulla fragilità finanziaria dei mercati emergenti, preparato congiuntamente da rappresentanti dei paesi emergenti e di quelli del Gruppo dei Dieci, delinea una strategia per la formulazione di pratiche e principi sani in questo ambito. Il rapporto, sostanzialmente approvato da oltre cinquanta paesi, contiene inoltre raccomandazioni specifiche sul modo in cui la strategia debba essere applicata con l'aiuto delle istituzioni finanziarie internazionali e di altre istanze. In linea con tale orientamento, i "Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria", elaborati dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria in collaborazione con le autorità di vigilanza di un certo numero di paesi esterni al G-10, sono stati presentati in occasione dell'Assemblea della Banca Mondiale e del FMI a Hong Kong. I Principi fondamentali hanno trovato vasto consenso presso la comunità finanziaria internazionale e il Comitato di Basilea si sta ora adoperando per promuoverne l'applicazione con l'assistenza delle due summenzionate istituzioni e di altri organismi. Nell'intento analogo di rafforzare il sistema finanziario internazionale, il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento e il Comitato permanente per l'euromercato, che si riuniscono entrambi alla BRI, hanno pubblicato studi e raccomandazioni che coprono un'estesa gamma di tematiche, tra cui il rischio di regolamento nelle operazioni in cambi, i meccanismi di regolamento in titoli e strumenti derivati, la liquidità di mercato in situazioni di tensione e il problema dell'anno 2000. La vasta portata di queste iniziative sottolinea la complessità delle questioni affrontate e la dimensione dello sforzo

richiesto per ridurre significativamente i punti di vulnerabilità attualmente esistenti nel sistema finanziario internazionale.

La comunità internazionale, con in testa il FMI, ha cercato di stabilizzare la situazione in Asia con programmi di sostegno della liquidità di dimensioni progressivamente maggiori. Tali misure sono state abbinate non solo alla tradizionale condizionalità dal lato della domanda e a riforme finanziarie, ma anche a provvedimenti dal lato dell'offerta per favorire una crescita nel più lungo periodo. In alcuni casi sono stati compiuti anche sforzi per incoraggiare le banche estere a rinnovare o ristrutturare le passività in scadenza di mutuatari asiatici. Sebbene taluni abbiano espresso riserve sull'adeguatezza e sulle modalità di applicazione di alcune di queste iniziative, la complessità e anche la novità del compito intrapreso dal Fondo non vanno sottovalutate. Molti dei paesi colpiti avevano già in atto politiche di bilancio relativamente sane; nondimeno, la loro vulnerabilità a un deterioramento della fiducia di mercato su altri fronti era eccezionalmente grande. Inoltre, questa è la prima crisi del dopoguerra in cui le banche figurano come principali creditori internazionali e le imprese del settore privato come principali debitori. I criteri secondo cui gestire e risolvere una crisi di questo genere non erano conosciuti in anticipo e invero sono tuttora oggetto di dibattito. In questo campo, così come in quello della prevenzione delle crisi, occorreranno alcuni anni prima che siano tratti tutti gli insegnamenti da questa esperienza, e probabilmente ancor più tempo sarà necessario per la loro accettazione e applicazione. Avendo ben presente questo limite, le Conclusioni della Relazione annuale considerano nondimeno alcune delle possibili prescrizioni di politica economica suggerite dai molti sorprendenti accadimenti del periodo in esame.

II. Gli andamenti nei paesi industriali avanzati

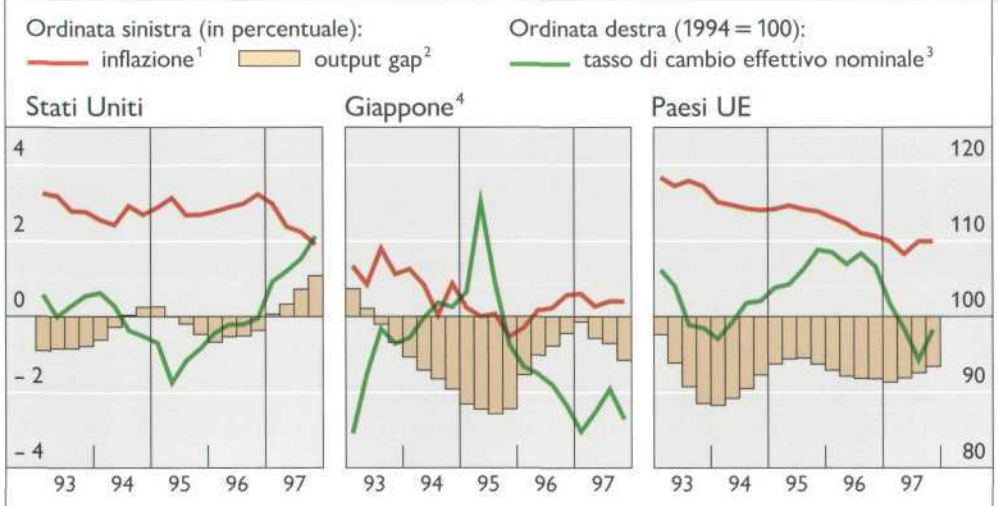
Aspetti salienti

Contrariamente alle attese, lo scorso anno si sono ulteriormente ampliate le divergenze internazionali che hanno caratterizzato gran parte dell'attuale ripresa ciclica. Negli *Stati Uniti* la crescita reale del prodotto è salita a quasi il 4%, sebbene la maggioranza degli osservatori avesse previsto un graduale rallentamento. Per contro, dopo una rapida crescita nei primi mesi del 1997 dovuta principalmente ad acquisti anticipati in vista di un aumento dell'imposta sui consumi, in *Giappone* l'economia è entrata in una fase di stallo, in quanto il dinamismo della domanda interna privata è risultato troppo debole per riuscire a compensare l'orientamento più restrittivo della politica fiscale. Nei paesi dell'*Unione europea* la crescita è stata in media più elevata che nel 1996, ma pur sempre inferiore alla maggior parte delle previsioni. Inoltre, si sono ulteriormente ampliate le differenze cicliche all'interno di quest'area, poiché il *Regno Unito* e vari paesi minori hanno decisamente sopravanzato le maggiori economie continentali.

Le divergenze nella dinamica del prodotto, insieme con l'apprezzamento del dollaro USA e della sterlina nei confronti della maggioranza delle altre principali valute, si sono inoltre tradotte in un ampliamento degli squilibri esterni. La rapida crescita delle importazioni ha fatto salire il disavanzo dei pagamenti correnti USA al 2% del PIL. Al tempo stesso, l'avanzo giapponese, che si era ridotto sensibilmente nel 1996, ha ripreso ad aumentare in seguito al ristagno dell'economia. L'eccedenza aggregata dei paesi della UE, che dal 1996 costituisce la principale contropartita del deficit statunitense, lo scorso anno si è ancora ampliata, toccando massimi storici in alcuni paesi. L'impatto potenziale sui tassi di cambio dei maggiori squilibri di parte corrente è stato tuttavia mitigato dai movimenti di capitali. In particolare, gli investimenti diretti esteri sono aumentati in misura significativa, trainati dalle fusioni e acquisizioni societarie internazionali e dalla perdurante ricerca di strutture produttive più efficienti.

Le differenze in termini di crescita economica e di posizione ciclica hanno altresì accentuato le difformità a livello dei mercati del lavoro e dei beni. L'economia USA è entrata nel 1997 con margini di capacità scarsi o nulli e, nel corso dell'anno, il tasso di disoccupazione è sceso al 4,7%, il livello più basso degli ultimi 24 anni. In Giappone, per contro, la quota dei disoccupati ha toccato un nuovo massimo. L'Europa continentale ha visto accrescersi ulteriormente l'offerta eccedente di lavoro, sebbene siano rilevabili notevoli disparità fra le economie più grandi e quelle minori. Peraltro, nella maggior parte dei casi la disoccupazione stava calando nell'ultimo scorcio dell'anno. In conseguenza della debole spesa per investimenti, in molti paesi di quest'area lo scarto dal prodotto potenziale (output gap) è risultato piuttosto modesto.

Inflazione, output gap e tasso di cambio



[1] Misurata dalla variazione dei prezzi al consumo su quattro trimestri. [2] In percentuale del PIL potenziale; i valori positivi indicano un eccesso di domanda. [3] Per i paesi UE, indice composito escludente il Regno Unito e il commercio intraregionale. [4] Dall'aprile 1997 l'inflazione non comprende gli effetti dell'aumento dell'imposta sui consumi.

Fonti: OCSE, "Economic Outlook"; statistiche nazionali; stime BRI. Grafico II.1

Nonostante queste diversità cicliche, i tassi d'inflazione hanno avuto la tendenza a convergere, anziché a divergere, sia fra le principali economie e aree geografiche, sia all'interno della UE. Infatti, mentre nel 1992 la deviazione standard dell'inflazione dei prezzi al consumo nei paesi industriali era stata di circa il 3¼%, lo scorso anno essa è risultata dell'1% soltanto; nei paesi continentali della UE essa è diminuita in misura ancor maggiore. Una causa di tale evoluzione favorevole sta nel fatto che le valute dei paesi più avanzati nel ciclo si sono tendenzialmente apprezzate rispetto a quelle dei paesi ancora nelle fasi iniziali della ripresa (grafico II.1). Inoltre, nonostante lo stadio maturo della congiuntura, e in contrasto con l'esperienza storica, lo scorso anno è accelerata la crescita della produttività nel settore delle imprese USA; per contro, è diminuita la produzione oraria in Giappone. Anche in *Germania* è aumentato il tasso di crescita della produttività ma, poiché i più bassi costi unitari del lavoro sono stati per lo più assorbiti da maggiori margini di profitto anziché tradursi in un calo dei prezzi, ciò non ha impedito la convergenza dei tassi d'inflazione all'interno della UE. Infine, alla convergenza ha contribuito l'ulteriore calo dei prezzi delle apparecchiature informatiche, che ha esercitato un influsso moderatore particolarmente forte sull'inflazione USA.

Questa combinazione di condizioni divergenti sui mercati del lavoro e dei beni con crescenti squilibri esterni da un lato, e di evoluzioni convergenti dei prezzi e dei salari dall'altro, suscita una serie di interrogativi. Alcuni di essi hanno a che fare con problemi di misurazione, mentre altri riguardano l'appropriata impostazione e coordinazione delle politiche economiche.

Andamenti nelle sette maggiori economie

Fra le maggiori economie, le tre più avanzate nel ciclo economico hanno tutte realizzato una crescita del prodotto ben superiore al tasso potenziale. In effetti,

mentre sia gli Stati Uniti che il Regno Unito sono entrati nel 1997 con margini residui di capacità pressoché nulli, in Canada la ripresa ha tratto sostegno dalla disponibilità di risorse inutilizzate. Un altro aspetto che ha contraddistinto i paesi anglofoni rispetto alle altre maggiori economie è che l'espansione è stata trainata dalla domanda interna, mentre il settore esterno ha fornito un contributo netto negativo.

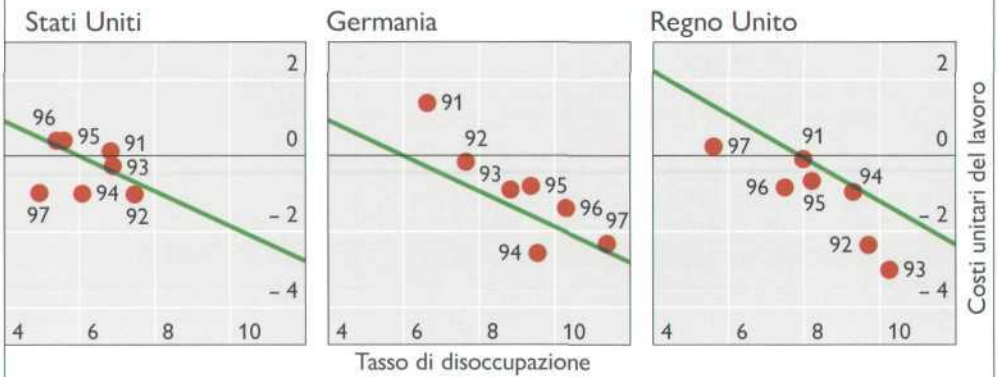
L'eccezionale performance dell'economia statunitense ...

La performance dell'economia *statunitense* lo scorso anno è stata eccezionale sia se comparata a quella degli altri paesi, sia in base ai parametri storici. Nonostante la rapida crescita del prodotto e del credito, gli squilibri macroeconomici (spinte inflazionistiche, domanda di lavoro eccedente, rapporti debito/reddito insostenibili, ecc.) sono stati meno evidenti di quanto solitamente osservato in analoghe fasi del ciclo. I forti guadagni di produttività hanno permesso ai salari reali di crescere assieme ai profitti. Di conseguenza, l'orientamento della politica monetaria è rimasto sostanzialmente immutato (Capitolo IV). Tuttavia, pur essendo gradualmente svaniti i timori di spinte inflazionistiche nel breve periodo, i mercati finanziari hanno continuato ad agire da fattore stabilizzante. I tassi d'interesse nominali non sono discesi quanto il tasso effettivo e atteso d'inflazione, cosicché in termini reali i rendimenti hanno avuto la tendenza ad aumentare. Un altro fattore di stabilizzazione è stato l'apprezzamento del dollaro, che pare aver esercitato un effetto frenante eccezionalmente forte sui prezzi all'importazione e al consumo (si veda oltre). Malgrado l'apprezzamento reale del dollaro, le quantità esportate sono cresciute di quasi il 16%, portando la quota degli Stati Uniti sulle esportazioni mondiali al livello più alto degli ultimi vent'anni. Anche se questo risultato è in parte attribuibile ai minori margini sui beni esportati, i produttori esteri paiono aver ridotto in misura ancor maggiore i margini sulle loro esportazioni verso gli Stati Uniti. Pertanto, i guadagni nelle ragioni di scambio hanno fornito un ulteriore contributo al reddito disponibile.

Questi sviluppi inducono a domandarsi se non sia aumentato, rispetto ai parametri storici, il livello di prodotto al quale l'inflazione comincia ad accelerare.

Disoccupazione e variazione dei costi unitari reali del lavoro*

In percentuale



* Variazione dei costi unitari del lavoro nel settore delle imprese corretta per il deflatore del PIL. La correlazione storica (linea verde) è stimata sul periodo 1980–1997.

Fonti: Banca d'Inghilterra, "Inflation Report"; OCSE, "Economic Outlook"; statistiche nazionali.

Grafico II.2

... potrebbe indicare un miglioramento delle grandezze economiche fondamentali ...

Alcuni fattori, come l'apprezzamento del dollaro USA e il calo dei prezzi all'importazione, sono evidentemente di natura transitoria, sebbene essi possano continuare a frenare l'inflazione nel breve termine. Analogamente, la più rapida crescita dell'offerta di lavoro conseguente alla più severa regolamentazione delle prestazioni sociali e al rallentamento dei costi per i benefici in favore dei dipendenti avranno un effetto moderatore soltanto temporaneo sulla dinamica del costo del lavoro. Altri fattori, invece, potrebbero comportare cambiamenti più duraturi. In primo luogo, il tasso di utilizzo della capacità nel settore manifatturiero è rimasto inferiore ai precedenti massimi, e ciò fa ritenere che la rapida crescita degli investimenti abbia fortemente aumentato il potenziale produttivo. Anche altri settori in cui è più difficile misurare il prodotto potrebbero aver realizzato un'analoga espansione del potenziale. In secondo luogo, analogamente al Regno Unito, vi sono indicazioni di cambiamenti nel comportamento dei salari, i quali potrebbero avere abbassato il tasso di disoccupazione che innesca un'accelerazione dell'inflazione (grafico II.2). In terzo luogo, poiché la distribuzione della domanda si è spostata verso settori in cui lo scarto fra variazioni nominali e reali è di più difficile misurazione, è possibile che il tasso d'inflazione sia sovrastimato e la crescita del prodotto – ma non necessariamente la capacità produttiva – sottostimata. In quarto luogo, la rapida espansione degli investimenti nella tecnologia informatica potrebbe aver aumentato il livello del prodotto potenziale e contribuito ai forti incrementi di produttività registrati lo scorso anno. Come mostra la tabella II.1, negli ultimi cinque anni il settore della tecnologia informatica ha fornito un rilevante apporto positivo alla crescita del PIL effettivo, contribuendo nel contempo a frenare l'inflazione.

... la cui entità resta peraltro incerta

Resta tuttavia incerto il saggio di rendimento su tali investimenti, così come il loro contributo al potenziale produttivo e alla produttività totale dei fattori. Anche se la progressione degli investimenti in tecnologia informatica è stata molto rapida, a causa dell'elevato tasso di obsolescenza, la quota di tali apparecchiature sullo stock netto di capitale nel settore privato e quindi il contributo alla crescita di lungo periodo sono rimasti piuttosto modesti. Inoltre, data la velocità con cui mutano le tecnologie e sono aumentati gli investimenti, è

Settore informatico nell'economia USA[1]

	1992	1997	1992–97
	In percentuale del totale		Variazione percentuale annua
Prodotto reale del settore informatico	0,8	4,0	40,6
Investimenti reali in apparecchiature informatiche	5,6	20,1	38,7
Stock netto reale di apparecchiature informatiche[2]	1,7[3]	2,6[3]	24,5
PIL reale, escluso settore informatico	99,2	96,0	2,2
PIL reale, totale	100,0	100,0	2,9
Deflatore del PIL, escluso settore informatico	–	–	3,0
Deflatore del PIL, totale	–	–	2,4

[1] In base ai prezzi del 1992. [2] Dati riferiti al 1992 e al 1995. [3] Stock netto di computer e di apparecchiature periferiche in rapporto allo stock netto di capitale privato escluse le abitazioni.

Fonte: US Department of Commerce, "Survey of Current Business" (e appendice speciale).

Tabella II.1

possibile che le imprese non siano ancora riuscite ad adattare la propria organizzazione e produzione in modo da trarne pieno beneficio. Infine, occorre tener presente che gli errori di misurazione connessi alle nuove tecnologie e alla produttività influiscono sul potenziale di crescita nella misura in cui incidono sul prodotto finale e non solo su quello intermedio.

Considerevole rafforzamento della domanda in Canada ...

Dopo una crescita relativamente debole nel 1996, lo scorso anno in *Canada* la domanda interna si è rafforzata considerevolmente, di riflesso agli effetti ritardati dei più bassi tassi d'interesse e alla maggiore fiducia indotta dalle migliorate condizioni del mercato del lavoro. Con il passaggio in attivo del bilancio delle amministrazioni pubbliche anche l'orientamento restrittivo della politica fiscale ha potuto essere allentato e, soprattutto, in risposta al risanamento di bilancio si è annullato il premio di rischio sui titoli canadesi. Di conseguenza, gli investimenti fissi privati sono cresciuti di quasi il 15%. Al tempo stesso, essendosi anche rafforzate la fiducia dei consumatori e la spesa delle famiglie, il tasso di risparmio di questo settore è sceso al livello più basso del dopoguerra. Se si considerano il vigore dell'economia USA, la posizione competitiva relativamente favorevole e l'ampio margine di potenziale produttivo, appare sorprendente l'entità del risultante deterioramento delle esportazioni nette canadesi. Le importazioni reali sono aumentate del 12½%, essendosi spostata la composizione della domanda interna verso beni ad alta intensità di importazione. Inoltre, per il secondo anno consecutivo, la crescita delle esportazioni del Canada è stata assai inferiore a quella dei suoi mercati di esportazione. Ciò può essere dovuto al fatto che gli esportatori canadesi hanno accresciuto i propri margini, giacché in termini relativi l'aumento dei prezzi all'esportazione ha generalmente sopravanzato quello dei costi unitari del lavoro.

... e nel Regno Unito

Anche nel *Regno Unito* è fortemente aumentata la spesa in consumi delle famiglie, in parte per effetto delle condizioni esuberanti del mercato del lavoro, ma anche di riflesso ai cospicui guadagni di ricchezza derivanti dalla demutualizzazione delle "building societies" e delle compagnie di assicurazione. Gli incrementi di ricchezza e di reddito disponibile, combinati con il rialzo dei prezzi immobiliari, hanno anche stimolato gli investimenti in abitazioni e immobili non residenziali. Inoltre, così come negli Stati Uniti, il reddito disponibile è stato sostenuto dal miglioramento delle ragioni di scambio, che ha consentito un aumento dei salari reali e dei profitti senza generare pressioni inflazionistiche. Vi sono tuttavia anche segni di moderazione salariale, poiché appare diminuito rispetto agli anni ottanta il tasso di disoccupazione in corrispondenza del quale i lavoratori si oppongono a una riduzione della quota dei salari sul reddito nazionale (grafico II.2). Contrariamente al Canada, il contributo negativo delle esportazioni nette è rimasto modesto per gran parte dell'anno, in quanto gli esportatori hanno reagito all'apprezzamento della sterlina riducendo i propri margini al fine di preservare le quote di mercato. Infatti, mentre il tasso di cambio effettivo reale misurato dai costi unitari relativi del lavoro si è apprezzato del 26% rispetto al 1995, l'apprezzamento si riduce al 12% se calcolato in base ai prezzi relativi all'esportazione.

Ripresa disomogenea in Germania ...

Passando a considerare l'Europa continentale, nel 1997 la crescita del prodotto in *Germania* è rimasta leggermente al di sotto del valore previsto. In parte ciò è dovuto all'inattesa, profonda recessione nel settore delle costruzioni,

le cui ripercussioni sull'attività economica sono particolarmente marcate nei Länder orientali. Inoltre, nonostante i trasferimenti pubblici equivalenti al 4% del PIL su base annua affluiti dalla riunificazione, in quest'area non sono ancora emerse forze di crescita capaci di autosostentarsi. Il reddito pro capite rimane inferiore al 60% di quello della Germania occidentale e, a causa degli elevati costi unitari reali del lavoro, il settore dei servizi non è abbastanza competitivo e flessibile da assorbire la manodopera rilasciata dal settore delle costruzioni. Di conseguenza, lo scorso anno il tasso di disoccupazione nei Länder orientali è salito a quasi il 20%.

... con un calo della domanda di lavoro e una debole spesa delle famiglie

Le condizioni sul mercato del lavoro si sono deteriorate anche nella Germania occidentale, essendo calato per il terzo anno consecutivo il numero degli occupati a seguito degli ulteriori sforzi compiuti dalle imprese tedesche per ridurre i costi e migliorare l'efficienza. Conseguentemente, è accelerata la crescita della produttività e sono diminuiti i costi unitari del lavoro, sia in termini assoluti sia in relazione ai partners commerciali della Germania. Tuttavia, nonostante il risultante miglioramento della dinamica delle esportazioni e l'aumento della quota dei profitti, la ripresa degli investimenti fissi privati è stata alquanto modesta, forse di riflesso al basso, seppure crescente, livello di fiducia di fronte a inadeguate riforme strutturali. Anche il settore delle famiglie è stato caratterizzato da un clima di scarsa fiducia, e non si è pertanto verificata la prevista ripresa della spesa in consumi.

Ruolo trainante assunto dalla domanda interna sia in Francia ...

In *Francia* la stagnazione della spesa delle famiglie è stata parimenti una delle principali cause dell'espansione relativamente debole dell'economia nel primo semestre 1997. Nella seconda parte dell'anno, invece, la domanda interna si è sostituita alle esportazioni nette come principale propulsore della crescita. In risposta ai più bassi tassi d'interesse gli investimenti residenziali hanno iniziato a riprendersi, e anche i consumi si sono rafforzati. Per contro, come in Germania, gli investimenti fissi delle imprese sono rimasti piuttosto deboli nonostante le condizioni favorevoli in termini di profitto. A ciò può aver contribuito uno spostamento dal lavoro al capitale nella distribuzione del carico impositivo. Ma sugli investimenti potrebbe altresì aver agito da freno l'incertezza circa gli effetti di costo dell'introduzione della settimana lavorativa di 35 ore, prevista per l'anno 2000.

... che in Italia nonostante alcuni fattori avversi

In *Italia* la ripresa avviatasi nell'ultima parte del 1996 ha acquistato ulteriore slancio durante lo scorso anno, malgrado alcuni fattori potenzialmente avversi. In primo luogo, principalmente al fine di soddisfare i criteri di Maastricht, il disavanzo pubblico sia effettivo che strutturale è stato ridotto nella misura senza precedenti del 4% del PIL, equivalente a quasi la metà del risanamento realizzato a partire dal 1991. In secondo luogo, sebbene i tassi d'interesse nominali a breve e a lungo termine siano calati in risposta al consolidamento fiscale e alla più bassa inflazione, i rendimenti reali sono rimasti relativamente elevati, il che può aver frenato la spesa in abitazioni e gli investimenti delle imprese. In terzo luogo, nonostante la crescita moderata dei salari, gli esportatori hanno dovuto far fronte a un apprezzamento reale della lira e paiono aver compresso i propri margini per conservare le quote di mercato. Di conseguenza, nel 1997 la spesa delle famiglie è stata la determinante primaria della crescita. Tuttavia ciò è principalmente il risultato degli incentivi speciali all'acquisto di automobili e di un ulteriore calo del tasso di risparmio.

Il Giappone sull'orlo della recessione

Mentre la crescita del prodotto in *Giappone* nel 1996 era stata la più elevata fra le maggiori economie e stava ancora procedendo a un ritmo vivace nel primo trimestre del 1997, essa ha ristagnato nella restante parte dell'anno. Una ragione di questo rallentamento risiede nel deciso inasprimento della politica fiscale intervenuto all'inizio di aprile. L'aumento delle imposte dirette e indirette e i forti tagli alla spesa in opere pubbliche hanno comportato una riduzione del disavanzo strutturale pari all'1½% del PIL. Inoltre, la dinamica autonoma del settore privato si è rivelata più debole del previsto, il che induce a ritenere che di fatto i vari stimoli fiscali introdotti nel periodo 1992–95 potrebbero essere stati più efficaci di quanto si era finora pensato. In effetti, non appena gli stimoli fiscali sono venuti meno, la spesa delle famiglie, così come l'edilizia residenziale e gli investimenti fissi delle imprese, è bruscamente calata, mentre è salito il livello delle scorte eccedenti. Successivamente nel corso dell'anno, con un'economia praticamente sull'orlo di una nuova recessione e un mercato immobiliare ancora al ribasso, l'ampio volume di crediti in sofferenza accumulato nel precedente periodo di forte volatilità dei prezzi delle attività ha limitato in misura crescente la volontà e la capacità delle banche di erogare nuovi finanziamenti. In particolare, le imprese medio-piccole, maggiormente dipendenti dalla congiuntura economica interna e con minori possibilità di raccogliere fondi sui mercati finanziari esteri rispetto alle grandi società orientate all'esportazione, sono state severamente colpite dall'inasprimento delle condizioni creditizie e hanno contribuito in misura decisiva alla caduta degli investimenti. La massiccia immissione di liquidità da parte della Banca del Giappone e varie misure fiscali dirette a rafforzare il sistema finanziario (Capitolo IV) sono riuscite solo in parte ad alleviare tali difficoltà. Infine, con il deteriorarsi delle condizioni sul mercato del lavoro e il manifestarsi degli effetti avversi della crisi asiatica, è caduta la fiducia delle famiglie e delle imprese. Sommandosi alle crescenti incertezze circa la solidità del sistema finanziario, ciò ha ulteriormente accentuato le forze deflazionistiche nell'economia. Nell'insieme del 1997 la domanda interna è diminuita di quasi il 2%, ed è unicamente in virtù di un forte aumento delle esportazioni nette se il PIL reale non è calato di altrettanto.

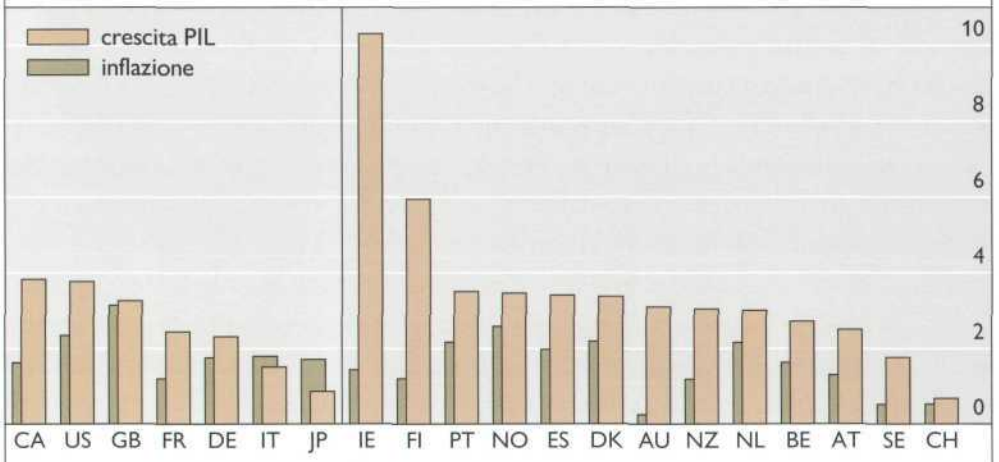
Andamenti in altri paesi industriali

Sostenuto andamento dei paesi europei minori

Un aspetto saliente degli andamenti dello scorso anno nei paesi industriali minori è che non solo il prodotto è cresciuto molto più rapidamente che nei paesi del Gruppo dei Sette, ma l'inflazione è risultata addirittura inferiore (grafico II.3). Ciò è particolarmente rilevabile in Europa, dove diverse economie minori hanno iniziato il 1997 con tassi di cambio reali relativamente bassi e sono state in grado di combinare una vigorosa espansione della domanda interna con una crescita positiva delle esportazioni nette. Nel complesso, i paesi minori hanno anche compiuto più progressi dei paesi maggiori nella deregolamentazione dei mercati del lavoro e dei beni, e in diversi casi le politiche dei redditi e/o gli impegni di cambio hanno contribuito a mantenere bassa l'inflazione. Inoltre tali paesi sembrano aver tratto maggiore vantaggio dalla convergenza dei tassi d'interesse di alcune delle economie più grandi. Tuttavia, in un certo numero di paesi con un'espansione della domanda eccezionalmente rapida, la convergenza dei tassi

Crescita del PIL reale e inflazione dei prezzi al consumo nel 1997*

In percentuale



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

* Medie annue; definizioni nazionali. Le deviazioni standard della crescita del PIL e dell'inflazione (per l'insieme dei paesi) sono rispettivamente 2,00 e 0,72.

Fonte: statistiche nazionali. Grafico II.3

d'interesse nominali pareva chiaramente in contrasto con le condizioni monetarie necessarie per ridurre il rischio di un aumento a breve termine dell'inflazione (Capitolo IV).

Favorevole dinamica dal lato dell'offerta in Irlanda ...

Una sostenuta dinamica dal lato dell'offerta dell'economia è particolarmente evidente in *Irlanda*, dove il prodotto è aumentato in media di oltre il 9½% all'anno dal 1994. Per giunta, nonostante il crescente divario di produttività tra le industrie ad alta tecnologia orientate all'esportazione e i settori non esposti alla concorrenza internazionale, nonché l'incipiente carenza di manodopera qualificata, la progressione delle retribuzioni nominali è rimasta moderata. Nondimeno, dato l'orientamento espansivo della politica fiscale e il rapido aumento dei prezzi delle attività e del credito interno, vi è il rischio potenziale di un surriscaldamento. Per ridurre tale rischio, agli inizi di quest'anno la sterlina irlandese è stata rivalutata nell'ambito degli AEC. Un settore "high-tech" altrettanto esuberante è riscontrabile in *Finlandia*, dove ha contribuito, insieme alla rapida ripresa del settore forestale e alla crescente fiducia nelle politiche macroeconomiche in atto, a un'espansione del PIL del 6% nel 1997. Particolarmente sostenuto è stato l'andamento della spesa in investimenti e delle esportazioni. Inoltre le famiglie paiono aver ridotto il risparmio di pari passo con il risanamento dei bilanci pubblici e il calo della disoccupazione risultante dal propagarsi della ripresa ai settori dei servizi ad alta intensità di lavoro. Tuttavia, il tasso di disoccupazione, di poco inferiore al 13%, continua a essere molto più elevato che nella maggior parte degli altri paesi.

... e in Finlandia

Forte crescita anche in Norvegia ...

Grazie al sostegno fornito dal settore del petrolio e del gas naturale e da un ampio accordo di politica dei redditi, l'economia della *Norvegia* ha registrato una crescita media del prodotto di quasi il 4½% all'anno dal 1993. Anche se i tassi d'interesse a breve sono stati mantenuti bassi per evitare che le pressioni al

rialzo sul cambio influissero negativamente sulla competitività delle industrie tradizionali, il tasso medio d'inflazione è stato contenuto intorno al 2½%. Tuttavia, con l'allentamento della politica fiscale le condizioni sul mercato del lavoro si sono fatte più tese e la crescita salariale sta accelerando. In *Islanda* i principali impulsi alla crescita sono provenuti lo scorso anno dagli investimenti nelle industrie collegate all'energia e dal sensibile aumento della spesa delle famiglie. I provvedimenti di politica dei redditi incentrati sulle imposte, insieme a un certo apprezzamento del cambio, hanno evitato che la più rapida dinamica salariale si traducesse in un aumento dell'inflazione dei prezzi. Negli ultimi anni anche la *Danimarca* ha beneficiato di una rapida crescita del prodotto, che peraltro ha rispecchiato soprattutto una sostenuta spesa delle famiglie, indotta dal rialzo dei prezzi delle abitazioni e dalle migliorate condizioni sul mercato del lavoro. Il riequilibrio della finanza pubblica, contribuendo a restringere il differenziale di interesse nei confronti della Germania, ha stimolato le componenti della domanda sensibili ai tassi d'interesse. Tuttavia, poiché queste tendono ad avere un elevato contenuto di importazioni, le esportazioni nette e il saldo attivo con l'estero sono diminuiti.

... in Islanda e Danimarca

Nei *Paesi Bassi* la crescita della domanda è stata stimolata dai guadagni di ricchezza associati ai più alti prezzi delle abitazioni e al forte aumento dell'occupazione, ottenuto mediante politiche di mercato del lavoro a sostegno dell'offerta. Inoltre, la moderata dinamica dei salari nominali e reali, insieme a un aumento della quota dei profitti e ai bassi tassi d'interesse, pare aver incoraggiato gli investimenti di ampliamento della capacità con un probabile effetto positivo sul prodotto potenziale. Fattori alquanto simili paiono aver agito anche in *Spagna*, che lo scorso anno ha registrato la migliore performance del decennio. La crescita del prodotto è salita al 3½%, mentre l'inflazione è scesa al disotto dell'obiettivo del 2½% fissato dalla banca centrale. Ciò è dovuto in parte al fatto che il più basso costo del denaro ha consentito di controbilanciare l'aumento dei costi unitari del lavoro in termini reali e di evitare una compressione dei profitti. Sorretta da riforme del mercato del lavoro e dei beni, l'occupazione è aumentata del 3%. Inoltre, poiché la Spagna ha iniziato il 1997 in una posizione concorrenziale relativamente favorevole, le esportazioni nette hanno avuto un influsso positivo sul prodotto e sul saldo esterno. Per contro, in *Portogallo* il contributo delle esportazioni nette alla crescita è diventato negativo nella misura del 2½% del PIL, anche se le politiche dei redditi hanno moderato la dinamica delle retribuzioni nominali. Gli investimenti in infrastrutture hanno rappresentato il principale fattore di espansione della domanda interna, ma anche altre componenti degli investimenti si sono rafforzate con il decrescere dei tassi d'interesse. La *Grecia* ha parimenti registrato una flessione delle esportazioni nette, in quanto le misure di stabilizzazione basate sul cambio non paiono aver ricevuto molto sostegno sul mercato del lavoro, dove i costi unitari relativi del lavoro sono aumentati. In parte a causa di ciò, agli inizi di quest'anno il tasso di cambio ha subito forti pressioni al ribasso, diminuite solo dopo che la Grecia è entrata a far parte degli AEC con una svalutazione della dracma del 12,3% nei confronti dell'ecu.

Ripresa generalizzata nei Paesi Bassi e in Spagna ...

... mentre calano le esportazioni nette in Portogallo e Grecia

I quattro restanti paesi dell'Europa occidentale hanno tutti registrato un rafforzamento dell'attività economica lo scorso anno, quantunque la crescita sia rimasta al disotto della media europea. Un altro aspetto che accomuna questi

paesi è il sostegno fornito all'espansione economica dalle esportazioni nette, mentre risulta alquanto differenziato il ruolo svolto dalla domanda interna. Il *Belgio* ha beneficiato di una vigorosa dinamica degli investimenti fissi delle imprese e di un rilancio della spesa delle famiglie, che ha rispecchiato la crescita delle retribuzioni reali con la fine del loro blocco. In *Austria* il rapido aumento delle esportazioni, specie verso l'Europa orientale, ha costituito un importante fattore di stimolo, mentre la dinamica dei consumi è stata debole a causa di un inasprimento delle imposte e del ristagno del reddito reale disponibile. Viceversa, in *Svezia* la crescita dei consumi si è accelerata. Con il migliorato clima di fiducia, le famiglie hanno reagito all'ulteriore calo dell'occupazione, in parte dovuto a una crescita salariale relativamente sostenuta, riducendo il risparmio. Anche la spesa in investimenti delle imprese è stata vigorosa, mentre è crollata quella in abitazioni, con il venir meno delle temporanee agevolazioni fiscali. In *Svizzera* la stagnazione iniziata nel 1991 pare essersi conclusa a metà 1997, grazie al forte aumento delle esportazioni seguito al deprezzamento del tasso di cambio. Anche se la domanda di manodopera e il reddito reale disponibile delle famiglie hanno continuato a diminuire, la crescita dei consumi è stata positiva in quanto, così come in Svezia, le famiglie hanno ridotto il risparmio. In effetti, il saggio di risparmio delle famiglie in Svizzera è calato da oltre il 10% a circa il 7% nell'arco di questo decennio.

Rafforzamento dell'attività economica in Belgio, Austria e Svezia ...

... mentre la Svizzera esce da una lunga stagnazione

Per contro, negli ultimi anni l'*Australia* ha registrato una netta ripresa del risparmio delle famiglie, che potrebbe rispecchiare gli effetti della graduale espansione dei fondi pensione privati. Nondimeno, i consumi delle famiglie e una svolta positiva negli investimenti in abitazioni hanno rappresentato le principali fonti di crescita nel 1997. Grazie alla riduzione dei tassi d'interesse parallelamente al calo dell'inflazione e al migliorato cash flow delle imprese, anche gli investimenti fissi aziendali hanno segnato un recupero. Tuttavia, sotto l'influsso del calo della domanda nei paesi asiatici e dell'indebolimento dei mercati delle materie prime, la crescita delle esportazioni nette è divenuta negativa. In *Nuova Zelanda* l'espansione del prodotto è rallentata nella prima metà del 1997, a causa degli effetti ritardati della stretta monetaria e del conseguente apprezzamento del cambio. Successivamente, le condizioni monetarie sono state allentate in risposta al calo dell'inflazione e ai timori di più ampie ripercussioni della crisi asiatica.

La crisi asiatica influisce sulla crescita in Australia e Nuova Zelanda

Combinazione delle politiche macroeconomiche

Gli andamenti dianzi esaminati sono stati fortemente influenzati da uno spostamento in atto nella combinazione delle politiche fiscale e monetaria, che lo scorso anno si è notevolmente accentuato. La politica fiscale ha subito un sensibile inasprimento nella quasi totalità dei paesi. In effetti, i disavanzi strutturali sono diminuiti di oltre l'1% del PIL nell'insieme dei paesi industriali. Fatta eccezione per il Giappone, tutti i paesi hanno registrato saldi primari positivi. In un siffatto contesto, la politica monetaria è stata generalmente allentata nel 1997 e in diversi paesi la distensione delle condizioni monetarie è stata rafforzata dal deprezzamento del cambio.

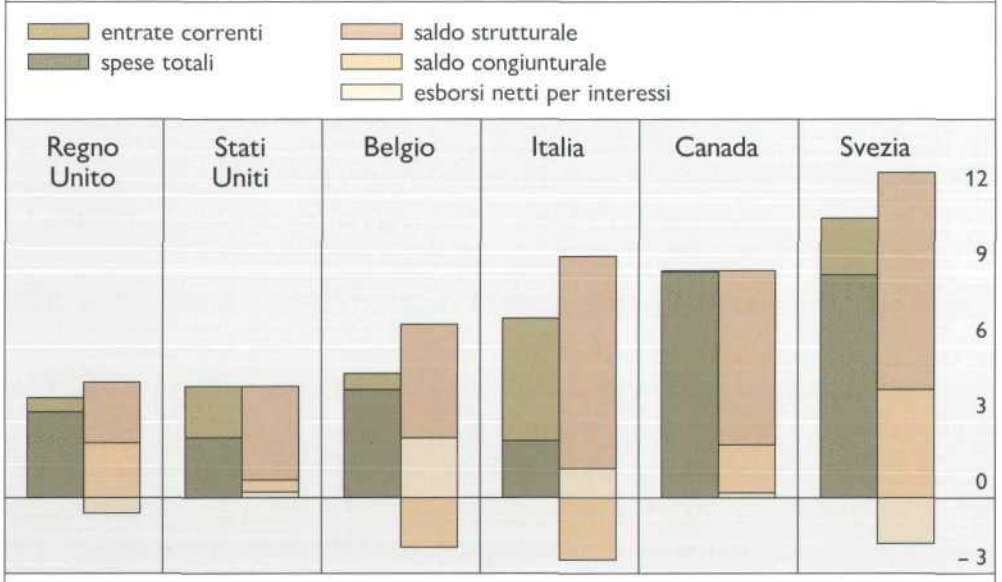
Ulteriore spostamento nella combinazione delle politiche

Visti in un'ottica di più lungo periodo, i disavanzi di bilancio sono diminuiti di oltre il 3% del PIL rispetto al picco toccato nel 1992–93, e in alcuni paesi in

Sensibile consolidamento fiscale ...

Variazione del saldo delle amministrazioni pubbliche* per componenti

In punti percentuali



* Tra il disavanzo massimo toccato a partire dal 1990 e il 1997, in percentuale del PIL.

Fonte: OCSE, "Economic Outlook". Grafico II.4

misura decisamente maggiore. Per esempio, il fabbisogno di finanziamento delle amministrazioni pubbliche è stato ridotto di oltre l'11% del PIL in Svezia e del 7–10% in Italia, Canada, Finlandia e Grecia. Anche il Regno Unito ha conseguito un netto rafforzamento della posizione di bilancio. Per consolidare questi risultati, il governo britannico ha recentemente proposto un "Code for Fiscal Stability", che limita i futuri disavanzi agli investimenti pubblici e stabilisce criteri di responsabilità più vincolanti.

... per lo più ottenuto mediante tagli di spesa

In tutti i paesi sono state perseguite risolute politiche di risanamento e gran parte delle riduzioni dei disavanzi è attribuibile a misure discrezionali. Nondimeno, diverse sono state le determinanti della migliorata posizione di bilancio. Come mostra il grafico II.4, i tagli di spesa hanno avuto un ruolo preminente nella maggior parte dei casi. Peraltro, in Italia il miglioramento è dovuto principalmente a maggiorazioni d'imposta e negli Stati Uniti in ugual misura a inasprimenti fiscali e a tagli di spesa. Se si prescinde da Italia e Belgio, gli esborsi netti per interessi sono diminuiti solo di poco o sono addirittura aumentati, e ciò indica che i titoli a tasso fisso concorrono in misura cospicua al finanziamento del debito pubblico, sebbene in alcuni casi rispecchi anche l'ingente ammontare dei disavanzi.

Il diffuso calo del risparmio delle famiglie ...

Nonostante il consolidamento fiscale realizzato, l'aumento del risparmio interno complessivo è stato relativamente modesto. Infatti, in diversi paesi i saggi di risparmio delle famiglie sono diminuiti parallelamente alla riduzione dei disavanzi di bilancio (grafico II.5), e ciò vale soprattutto per Canada e Svezia. Come si vedrà più oltre, una delle ragioni di questo calo potrebbe essere il pronunciato rialzo dei prezzi azionari e i conseguenti guadagni di ricchezza negli ultimi anni. Lo spostamento nella distribuzione del reddito dei fattori a favore

Evoluzione del risparmio interno in determinati paesi

	Stati Uniti		Canada		Italia		Svezia		Danimarca	
	1992*	1997	1992*	1997	1991*	1997	1993*	1997	1993*	1997
	in percentuale del PIL									
Risparmio interno	14,5	17,2	14,3	18,7	18,5	20,7	11,2	17,4	20,0	20,6
Risparmio pubblico	– 1,1	2,8	– 4,7	2,4	– 5,2	0,7	– 7,6	0,9	– 0,7	2,1
Risparmio privato	15,6	14,3	19,0	16,3	23,7	19,9	18,8	16,5	20,8	18,4
Famiglie	4,6	2,8	7,6	1,1	15,9	10,7	4,9	0,4	4,6	1,8
Imprese	11,0	11,5	11,4	15,1	7,8	9,2	13,9	16,1	16,2	16,6

* Anno di disavanzo massimo delle amministrazioni pubbliche, dopo il 1990.

Fonti: statistiche nazionali; stime BRI. Tabella II.2

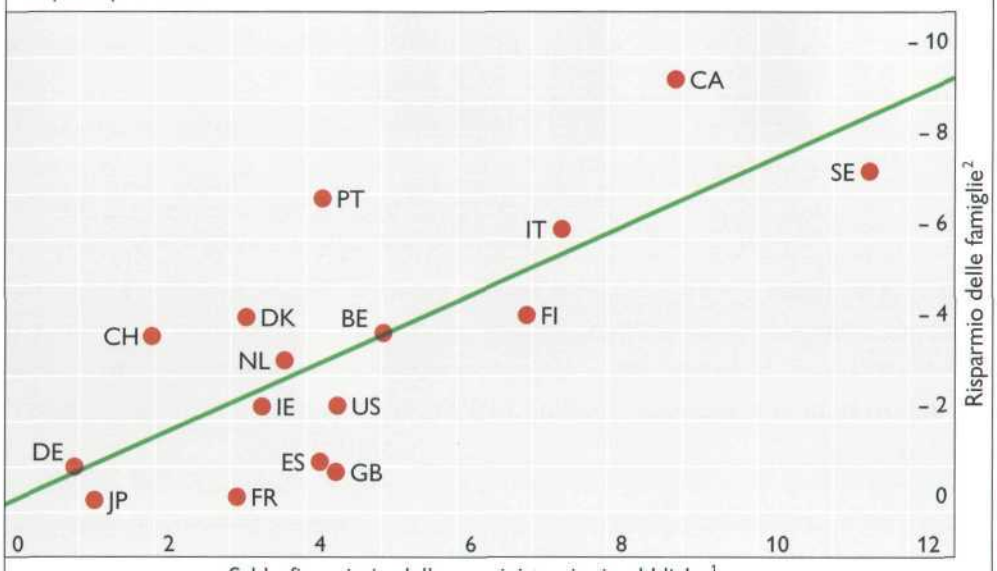
dei profitti potrebbe a sua volta aver incrementato il risparmio delle imprese a scapito di quello delle famiglie (tabella II.2).

... suscita preoccupazioni per i futuri oneri previdenziali e sanitari

Il mancato aumento del risparmio interno di pari passo con il riequilibrio dei conti pubblici può avere altresì impedito una più decisa flessione dei tassi d'interesse a lungo termine. Un'altra ragione del livello costantemente alto dei tassi d'interesse reali risiede probabilmente nel fatto che gli indici debito pubblico/PIL sono rimasti elevati (grafico II.6) e sono addirittura aumentati in paesi con una crescita del PIL relativamente lenta nell'arco del decennio. Con l'invecchiamento della popolazione nei paesi industriali e l'approssimarsi delle generazioni del "baby boom" al pensionamento, questi sviluppi danno adito a ulteriori preoccupazioni di più lungo periodo. Le crescenti erogazioni previdenziali e sanitarie implicano che le posizioni di bilancio potrebbero deteriorarsi

Variazione del saldo di bilancio e del risparmio delle famiglie

In punti percentuali



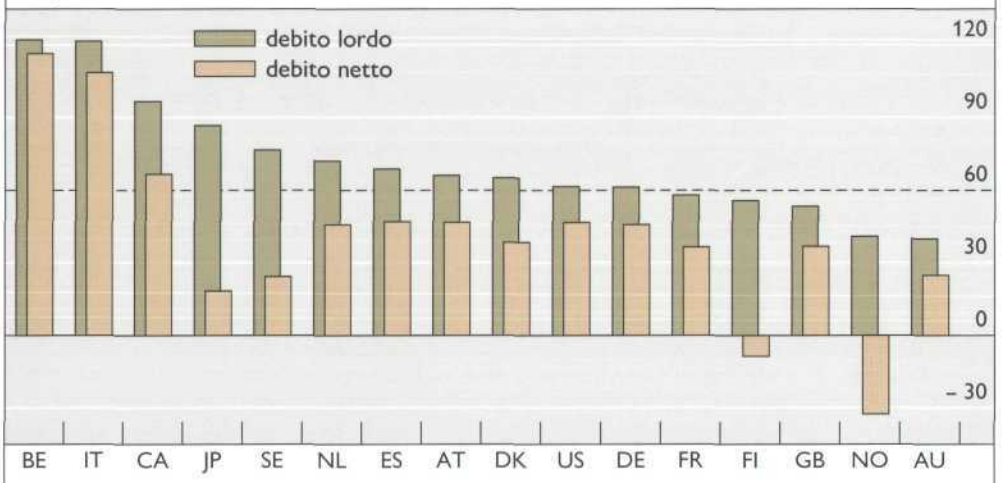
Nota: legenda delle sigle dei paesi in calce al grafico II.3.

[1] Tra il disavanzo massimo toccato a partire dal 1990 e il 1997, in percentuale del PIL. [2] Sul corrispondente periodo, in percentuale del reddito disponibile delle famiglie.

Fonti: OCSE, "Economic Outlook"; statistiche nazionali; stime BRI. Grafico II.5

Debito pubblico nel 1997*

In percentuale del PIL



* Per i paesi UE, definizione di Maastricht. Legenda delle sigle dei paesi in calce al grafico II.3.

Fonti: IME, "Rapporto sulla convergenza"; OCSE, "Economic Outlook". Grafico II.6

fortemente nei prossimi decenni. La prospettiva di un simile deterioramento, sommandosi a un elevato debito pubblico, significa che la sostenibilità fiscale a medio termine non è ancora assicurata. Ma soprattutto, indipendentemente da qualsiasi riforma per ridurre l'onere fiscale derivante dall'invecchiamento della popolazione, la possibilità di finanziare il pensionamento delle generazioni del "baby boom" senza influire negativamente sugli standard di vita dei futuri lavoratori richiederà una più alta produttività per ora lavorata. Poiché ciò è poco probabile in assenza di più alti saggi di risparmio e di investimento, la reazione relativamente debole del risparmio nazionale al consolidamento dei bilanci è preoccupante, tanto più se si considerano le attuali iniziative di alcuni paesi volte a diminuire l'offerta di input di lavoro attraverso riduzioni dell'orario settimanale e la mancata eliminazione in generale dei disincentivi per i lavoratori più anziani alla prosecuzione dell'attività professionale.

Variazioni della ricchezza finanziaria e della spesa

Guadagni di ricchezza indotti dai rialzi delle azioni ...

Una spiegazione della crescita relativamente modesta del risparmio nazionale durante un periodo di risoluto consolidamento fiscale potrebbe risiedere negli ampi guadagni di ricchezza finanziaria registrati dalle famiglie negli ultimi anni, in particolare grazie al rialzo dei corsi azionari. Nella misura in cui i piani di spesa e di risparmio delle famiglie dipendono dalla ricchezza netta, l'apprezzamento dei valori delle attività tende a ridurre il saggio di risparmio. Come si vedrà nel Capitolo V, nella maggior parte dei paesi industriali si è verificata negli ultimi anni una netta ascesa dei prezzi delle azioni in quanto i mercati borsistici hanno segnato sempre nuovi massimi.

... incrementano la spesa delle famiglie negli Stati Uniti e nel Regno Unito ...

La tabella II.3 mostra i movimenti reali dei corsi azionari e il loro possibile impatto sull'espansione dei consumi per quattro paesi negli anni 1995–97. In questo periodo gli Stati Uniti hanno beneficiato dei guadagni più consistenti e sono anche il paese in cui le famiglie hanno collocato la più ampia quota di ricchezza finanziaria in titoli azionari. Di conseguenza, si stima che gli effetti sulla

Variazioni dei prezzi reali delle azioni e dei consumi delle famiglie in determinati paesi

	Prezzi reali delle azioni			Impatto stimato sui consumi reali[1]			*Per memoria*[2]
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	*1997*
	Variazioni percentuali annue[3]						*in %*
Stati Uniti	26,6	17,8	28,4	0,43	0,51	0,84	*28,0*
Giappone	– 4,2	5,1	– 20,5	– 0,51	0,90	– 0,65	*6,0*
Germania	0,5	16,9	32,7	– 0,13	0,02	– 0,13	*6,0*
Regno Unito	12,4	9,0	16,1	– 0,19	0,58	0,45	*20,0*

[1] Basato su una regressione della crescita trimestrale dei consumi sul proprio valore sfasato, lo spread a termine sfasato e quattro sfasamenti delle variazioni dei corsi azionari. [2] Quota della ricchezza finanziaria delle famiglie detenuta sotto forma di azioni. [3] Quarto trimestre su quarto trimestre.

Fonti: statistiche nazionali; stime BRI. Tabella II.3

crescita dei consumi siano rimarchevoli. Per ciascuno degli ultimi tre anni il contributo dell'incremento dei prezzi azionari ai consumi potrebbe essere aumentato in misura costante, da circa ½ punto percentuale a quasi 1 punto, contribuendo in tal modo per circa un quarto all'espansione complessiva dei consumi nell'intero periodo. Analoghi guadagni di ricchezza hanno impartito un poderoso stimolo espansivo ai consumi del Regno Unito nel 1996–97, concorrendo per quasi il 10% alla crescita cumulativa della spesa delle famiglie.

... mentre hanno effetti solo modesti in altri paesi

Per contro, i prezzi azionari hanno avuto modeste ripercussioni sui consumi in Germania, principalmente perché solo il 6% della ricchezza finanziaria delle famiglie è detenuta sotto forma di azioni. Sebbene tale quota sia altrettanto esigua in Giappone, il fatto che le variazioni dei corsi siano direttamente correlate ai mutamenti nei prezzi immobiliari e nella fiducia dei consumatori potrebbe spiegare l'impatto relativamente ampio registrato in questo paese. Secondo le stime, il calo del 20% subito lo scorso anno dai prezzi reali delle azioni, congiuntamente al minimo storico toccato dalla fiducia dei consumatori, può aver contribuito in larga misura alla caduta della spesa reale delle famiglie.

Ulteriori influssi delle variazioni dei prezzi azionari

Oltre alla spesa delle famiglie, vi sono altri canali attraverso cui i movimenti dei prezzi azionari possono influire sull'economia reale. Ad esempio, un aumento dei corsi abbassa il costo degli investimenti delle imprese e di conseguenza stimola la formazione di capitale. L'ascesa dei prezzi delle azioni può altresì incrementare il gettito fiscale, contribuendo in tal modo a ridurre i disavanzi di bilancio. Ciò può essersi verificato negli Stati Uniti, dove un forte incremento delle entrate tributarie ha determinato una sensibile diminuzione del deficit del governo federale. Infine, valori azionari più elevati consentono ai datori di lavoro con programmi pensionistici predefiniti di ridurre l'onere dei contributi previdenziali, rallentando la crescita dei costi del lavoro e incrementando i margini di profitto.

Mercato del lavoro

Le divergenze internazionali nelle condizioni dei mercati del lavoro analizzate nelle precedenti Relazioni annuali hanno continuato a essere presenti lo scorso

Le divergenze si ampliano ulteriormente ...

anno e, per certi aspetti, si sono ulteriormente ampliate (grafico II.7). Negli Stati Uniti e nel Regno Unito i tassi di disoccupazione sono scesi ben al disotto dei livelli che in passato avevano generato pressioni inflazionistiche. La disoccupazione è calata in misura significativa anche in Canada, Danimarca, Finlandia, Irlanda, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. In altri paesi europei i tassi di disoccupazione hanno invece raggiunto valori massimi dal secondo dopoguerra, per poi assumere un andamento flettente verso la fine del 1997, tendenza che è proseguita nell'anno in corso.

... di riflesso a disparità nelle posizioni cicliche ...

... e a misure strutturali

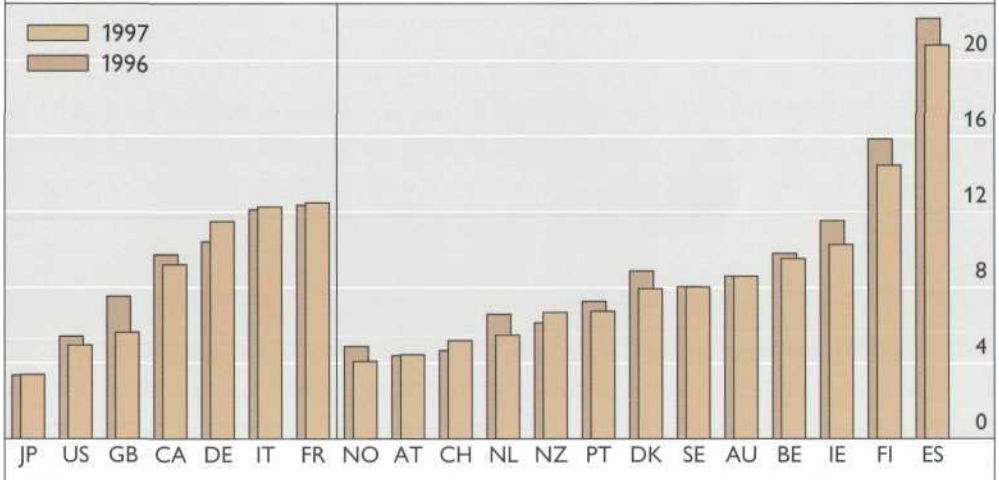
Le disparità di natura ciclica sono state un importante fattore alla base di tali sviluppi. La disoccupazione è in genere diminuita in misura maggiore nei paesi che si trovano nella posizione più avanzata nell'attuale ciclo economico o in cui l'espansione del prodotto è risultata di gran lunga superiore ai tassi potenziali di crescita. Tuttavia, hanno agito anche fattori e misure di carattere strutturale. Ad esempio, nel Regno Unito e in Danimarca la disoccupazione è regredita molto più di quanto l'aumento dell'occupazione farebbe ritenere, in quanto vari provvedimenti ufficiali hanno ridotto l'offerta di lavoro. Per contro, in Francia la quota degli inoccupati è cresciuta di riflesso a un aumento del tasso di partecipazione indotto dalle politiche. La disoccupazione si è aggravata altresì in Germania a causa della recessione nel settore delle costruzioni, cui si è accennato dianzi, e degli sforzi compiuti dalle imprese per abbattere i costi. Infatti, nel corso degli ultimi due anni l'aumento della produttività nelle imprese tedesche si è attestato in media sul 3½% e i costi unitari del lavoro sono calati.

La quota calante dell'occupazione nell'industria manifatturiera riflette ...

Spesso si sostiene che un'ulteriore ragione dell'insoddisfacente dinamica del mercato del lavoro nel gruppo dei paesi industriali è la "deindustrializzazione", indotta in parte dalla crescente concorrenza e dall'importazione di manufatti da paesi con bassi livelli salariali. La quota degli addetti nel settore manifatturiero è significativamente diminuita nel corso degli ultimi due decenni (tabella II.4), ma analisi empiriche fanno ritenere che, essendo rimasti praticamente invariati i tassi di crescita della domanda reale di manufatti e servizi,

Tassi di disoccupazione nel 1996 e 1997*

In percentuale



* Medie annue; definizioni nazionali. Legenda delle sigle dei paesi in calce al grafico II.3.

Fonte: statistiche nazionali. Grafico II.7

Andamento dell'occupazione a livello aggregato e nel settore manifatturiero

	PIL reale	Occupazione totale	Occupazione settore manifatturiero	Prezzi relativi[1]	Settore manifatturiero/ occupazione totale	
	1980–97				1980–90	1990–97
	Variazioni percentuali annue				Variazioni cumulative[2]	
Stati Uniti	2,6	1,6	– 0,5	– 1,7	– 4,4	– 1,7
Giappone	3,1	1,0	0,3	– 2,0	– 0,6	– 2,1
Canada	2,4	1,4	– 0,1	– 0,9	– 2,1	– 1,6
Australia	3,0	1,7	– 0,5	– 0,3	– 5,0	– 1,4
Paesi UE	2,1	0,2	– 1,4	– 1,0	– 3,4	– 2,9
Germania	2,1	0,2	– 1,7	– 0,4	– 2,3	– 5,4
Francia	1,9	0,2	– 1,8	– 0,4	– 4,3	– 2,8
Italia	1,8	– 0,2	– 0,9	– 2,8	– 3,6	0,5
Regno Unito	2,3	0,3	– 2,0	– 1,4	– 6,1	– 2,9

[1] Rapporto fra prezzi dei manufatti e altri prezzi; per gli Stati Uniti, 1980–1993; per il Canada, 1980–1992; per il Regno Unito, 1980–1994; per gli altri paesi e per gran parte dei paesi UE, 1980–1995. [2] In punti percentuali.

Fonti: OCSE, "Economic Outlook", "Labour Force Statistics" e "National Accounts"; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella II.4

tale diminuzione vada principalmente ascritta alla più rapida crescita della produttività nel settore manifatturiero piuttosto che in quello dei servizi. Ciò si è tradotto in una flessione nel prezzo relativo dei manufatti. A livello dei singoli paesi, le variazioni nette nell'interscambio hanno mitigato (Giappone) o acuito (Stati Uniti) il calo dell'occupazione nel comparto manifatturiero. Sebbene vi siano scarse indicazioni che le relazioni commerciali con i mercati emergenti hanno avuto un impatto diretto sul livello occupazionale in tale comparto, non si può escludere che le pressioni concorrenziali abbiano contribuito ad accelerarne il tasso di crescita della produttività.

... tendenze di fondo dell'occupazione totale ...

Le cause di fondo di queste tendenze e dei cali cumulativi dell'occupazione nel settore manifatturiero sono state sostanzialmente identiche in Europa e in Nord America. Tuttavia, la composizione di tale calo è stata diversa da paese a paese in ragione degli andamenti difformi dell'occupazione complessiva. In Nord America l'occupazione nel settore manifatturiero è rimasta pressoché stabile, e la sua diminuzione relativa riflette in gran parte il rapido aumento degli addetti nel comparto dei servizi. Per converso, nei paesi della UE l'occupazione nell'industria di trasformazione si è drasticamente ridotta a fronte di una tendenza stagnante dell'occupazione totale, e ciò indica che le rigidità presenti sui mercati del lavoro hanno limitato la capacità dei servizi di assorbire completamente la manodopera esuberante nel settore manifatturiero. Una particolare fonte di rigidità, documentata nelle precedenti Relazioni annuali, pare essere stata la scarsa flessibilità dei salari relativi, segnatamente nei paesi con minimi salariali elevati e/o generose indennità di disoccupazione. Inoltre, in taluni paesi (soprattutto in Germania) sembra che le imprese abbiano preferito delocalizzare la produzione o investire all'estero piuttosto che espandere la capacità produttiva in patria.

... e rigidità nel mercato del lavoro

Prezzi all'importazione e inflazione

La convergenza dei tassi d'inflazione ...

A dispetto delle difformità nelle condizioni del mercato del lavoro, nei paesi industriali la tendenza dell'inflazione è stata notevolmente uniforme. Quasi ovunque la dinamica dei prezzi è rallentata nel corso degli anni novanta, determinando una riduzione sia del livello medio dell'inflazione che della sua dispersione geografica. Sebbene i costi unitari del lavoro abbiano mostrato un'analoga tendenza crescente, non hanno avuto il medesimo grado di convergenza dei tassi d'inflazione.

... è sorretta dai cambi e dai prezzi all'importazione

Tra i fattori che potrebbero spiegare tale convergenza figurano i movimenti dei tassi di cambio e le connesse variazioni dei prezzi all'importazione, come pure la misura in cui queste variazioni si sono trasmesse ai prezzi interni. I paesi più avanzati nel ciclo economico, come gli Stati Uniti e il Regno Unito, hanno registrato un apprezzamento della valuta e un calo dei prezzi all'importazione. Ciò ha contribuito a una ridistribuzione della domanda nelle economie industriali, riducendo squilibri che avrebbero potuto altrimenti acuire le pressioni inflazionistiche. Inoltre, l'eccesso di capacità globale evidenziato da taluni settori ha in genere ulteriormente depresso i prezzi all'importazione e ridimensionato il rischio di spinte inflazionistiche.

Forte influsso dei prezzi all'importazione negli Stati Uniti ...

Poiché i beni sono maggiormente esposti alla concorrenza rispetto ai servizi, l'impatto dei prezzi all'importazione sull'inflazione interna risulta più evidente dalle variazioni dei prezzi dei beni alla produzione e al consumo che dagli indici aggregati dei prezzi al consumo. Come si può osservare nella tabella II.5, il calo dei prezzi all'importazione nel corso degli ultimi due anni è stato rilevante negli Stati Uniti. In aggiunta, la traslazione sui prezzi dei beni, sia alla produzione che al consumo, pare essere più ampia negli Stati Uniti che in altri paesi, probabilmente a causa dell'elevato grado di concorrenza nei mercati statunitensi. In effetti, senza la caduta dei prezzi all'importazione,

Variazione dei prezzi all'importazione e inflazione interna

	Prezzi all'importazione	Prezzi alla produzione		Prezzi al consumo	
	Effettivi	Effettivi	Impatto[1]	Effettivi	Impatto[1, 2]
	Variazioni percentuali annue, 1995 4° trim. – 1997 4° trim.				
Stati Uniti	– 4,1	1,1	– 1,2	1,8	– 0,9
Giappone	6,5	1,1	1,2	1,0	0,4
Germania	2,2	0,4	0,3	1,1	0,2
Francia	1,7	– 1,2	0,8	1,4	0,0
Regno Unito	– 4,2	1,5	– 0,3	2,6	– 0,3
Canada	0,8	0,4	0,3	1,6	– 0,5[3]
Belgio	3,1	2,3	2,3	1,9	0,4
Paesi Bassi	4,6	2,1	0,0	2,0	0,0

[1] L'impatto dei prezzi all'importazione (PI) sui prezzi alla produzione (PP) e dei prezzi alla produzione sui prezzi al consumo (PC) è stimato dalle regressioni sui dati trimestrali per il periodo 1988–1997. [2] Impatto stimato moltiplicando l'effetto di PP su PC per l'effetto di PI su PP. [3] Impatto stimato impiegando, rispettivamente, l'effetto di PC USA su PC Canada e di PI USA su PC USA.

Fonti: statistiche nazionali; stime BRI. Tabella II.5

l'incremento annuo dei prezzi alla produzione e dei beni di consumo avrebbe potuto essere superiore, rispettivamente, di circa 1¼ e di quasi 1 punto percentuale. Pertanto, ciò può aver rallentato l'inflazione misurata dall'indice generale dei prezzi al consumo di circa ½ punto percentuale in ciascuno degli ultimi due anni.

... e nel Regno Unito, più debole in Canada

Sebbene il Regno Unito abbia segnato un analogo calo dei prezzi all'importazione, sembra che le ripercussioni sui prezzi interni siano state più lievi. Nondimeno, senza tale decremento il tasso d'inflazione al consumo e alla produzione, in ragione annua, sarebbe stato maggiore di ¼ di punto percentuale. Viceversa, in Canada i prezzi all'importazione sono leggermente aumentati e il rincaro dei prezzi alla produzione può essere in gran parte ascritto agli effetti di traslazione. Pare tuttavia che in questo paese i prezzi al consumo risentano più dei corrispondenti prezzi USA che dei prezzi all'importazione canadesi. Di conseguenza, il rallentamento dell'inflazione al consumo statunitense, connesso al declino dei prezzi all'importazione, può aver ridotto il tasso medio annuo di incremento dei prezzi dei beni di consumo canadesi, nonché l'indice generale dei prezzi al consumo, di circa ½ punto e ¼ di punto percentuale rispettivamente.

Moderata traslazione nei paesi con prezzi all'importazione crescenti

Nel gruppo dei paesi che negli ultimi due anni hanno registrato rincari significativi dei prezzi all'importazione è stato il Giappone a segnare l'incremento maggiore, principalmente a causa del deprezzamento dello yen. Benché l'impatto sui prezzi interni dei beni, sia alla produzione che al consumo, sia stato relativamente modesto, tale incremento potrebbe aver accelerato l'inflazione dei prezzi alla produzione e al consumo, rispettivamente, di 1¼ e di quasi ½ punto percentuale.

In Germania e in Francia la crescita dei prezzi all'importazione è stata molto più moderata che in Giappone. Tuttavia, poiché gli effetti di traslazione sono in Germania comparativamente più ampi, tale crescita potrebbe aver provocato un rincaro dei prezzi dei beni di consumo di circa ¼ di punto percentuale, mentre in Francia l'impatto sui prezzi al consumo è stato di modesta entità. In Belgio, dove viene importata una quota considerevole di beni strumentali, l'aumento dei prezzi alla produzione va in gran parte ascritto a tale fattore. Tuttavia, l'effetto sui prezzi al consumo è stato decisamente più contenuto, di ½ punto percentuale circa. Ripercussioni ancora più lievi sono riscontrabili nei Paesi Bassi, dove pare che i rialzi dei prezzi all'importazione non abbiano avuto praticamente alcun impatto inflazionistico sui prezzi dei beni di consumo.

Significativa convergenza generale ...

In sintesi, sembra che nell'ultimo biennio i prezzi all'importazione abbiano avuto un influsso rilevante sulla convergenza dei tassi d'inflazione nelle economie industriali. Se tali prezzi fossero rimasti invariati, l'inflazione dei prezzi dei beni – sia alla produzione che al consumo – si sarebbe attestata fra il 2 e il 3% negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre in Germania e in Giappone avrebbe oscillato fra lo 0 e l'1%. Si tratta di un differenziale considerevolmente più ampio di quello effettivamente osservato durante gli ultimi due anni. Pare inoltre che l'impatto dei prezzi all'importazione sia maggiore negli Stati Uniti che in altre economie notevolmente più aperte. Nel contesto prevalso nell'ultimo biennio, ciò ha rafforzato la ridistribuzione favorevole e convergente delle spinte inflazionistiche.

... con probabili implicazioni per l'inflazione futura

Sebbene permangano molte incertezze sull'andamento futuro dell'inflazione, i prezzi all'importazione potrebbero continuare ad avere un notevole influsso sulla dinamica dei prezzi interni. Nel lungo periodo, la tendenza verso una più intensa competizione nel gruppo dei paesi industriali potrebbe comportare una maggiore traslazione dei movimenti dei prezzi all'importazione. Ciò pare essere già avvenuto negli Stati Uniti, dove le spinte concorrenziali sembrano essere più forti che altrove. Si può inoltre prevedere che nel breve periodo l'eccesso di capacità a livello globale in determinati settori eserciti una pressione al ribasso sui prezzi dei beni importati. Pertanto, pur in presenza di tassi di cambio stabili, nei paesi industriali è ancora possibile un'ulteriore flessione dei prezzi delle importazioni. Ciò contribuirebbe a ridurre il rischio di crescenti tensioni inflazionistiche nei paesi in posizione più avanzata nel ciclo economico.

Commercio estero, partite correnti e investimenti diretti esteri

Commercio estero

Pronunciata espansione del commercio mondiale ...

Dopo il rallentamento segnato nel 1996, la dinamica dell'interscambio mondiale è accelerata lo scorso anno, portandosi a un livello più che doppio rispetto a quello stimato per la crescita del prodotto globale (tabella II.6). L'espansione è stata particolarmente pronunciata nei mercati emergenti, in quanto l'accresciuta domanda di importazioni in America latina e in Europa orientale ne ha più che compensato l'indebolimento in Asia. Gli scambi si sono intensificati anche nei paesi industriali, di riflesso sia a un loro incremento particolarmente marcato negli Stati Uniti, sia alla crescita del commercio in Europa.

... e prezzi dei beni calanti

Come detto dianzi, il calo dei prezzi dei beni internazionali e delle importazioni è stato uno dei fattori che hanno contribuito ai bassi tassi d'inflazione osservati lo scorso anno. I prezzi globali dei manufatti, misurati in DSP, sono ribassati del 4½%, il che contribuisce a spiegare il leggero deterioramento nelle ragioni di scambio dei paesi industriali. I corsi petroliferi sono parimenti diminuiti, in particolare tra la fine del 1997 e l'inizio del 1998, quando un aumento

Prodotto e interscambio mondiale

	1980–89	1995	1996	1997
	Variazioni percentuali annue			
Prodotto mondiale	3,3	3,6	4,1	4,1
Interscambio mondiale, volume	4,3	9,5	6,7	9,5
Paesi industriali	5,0	8,8	6,1	9,0
Economie emergenti	2,0	11,2	9,6	11,9
Prezzi dell'interscambio (in DSP)	2,6	2,2	3,1	– 0,8
Manufatti	3,3	4,1	1,2	– 4,4
Petrolio	..	1,9	24,3	– 0,9
Materie prime non petrolifere	0,6	2,1	3,1	1,2
Ragioni di scambio, paesi industriali	0,3	0,1	– 0,1	– 0,7

Fonte: FMI, "World Economic Outlook". Tabella II.6

del limite produttivo massimo dell'OPEC, congiuntamente a un calo della domanda di petrolio in Asia e a un inverno insolitamente mite in Europa e negli Stati Uniti, ha fatto scendere i prezzi reali del greggio portandoli su un livello solo di poco superiore a quello precedente la prima crisi petrolifera. Anche i corsi delle materie prime non energetiche si sono ridotti sul finire del 1997, ma risultano lievemente aumentati su base annua.

Andamenti delle partite correnti nei paesi industriali

A causa di posizioni cicliche divergenti e della tendenza all'apprezzamento manifestata dalle valute dei paesi più avanzati nel ciclo economico, lo scorso anno gli squilibri esterni si sono notevolmente ampliati in termini assoluti. Ciò va in gran parte ascritto al crescente disavanzo degli Stati Uniti e all'incremento del surplus giapponese ed europeo.

Divergenza nei saldi correnti negli Stati Uniti e in Giappone ...

Nonostante l'ascesa del dollaro, le esportazioni USA di beni sono aumentate di quasi il 16% in termini reali e, per il secondo anno consecutivo, gli esportatori statunitensi hanno guadagnato quote di mercato. Ciò nonostante, la forte espansione economica interna e l'accresciuta penetrazione delle importazioni hanno ampliato il deficit commerciale, portandolo a circa $200 miliardi. In aggiunta, a causa dell'apprezzamento del cambio e del crescente debito esterno il saldo dei redditi da capitale è divenuto negativo (tabella II.7). In Giappone per contro è aumentata l'eccedenza di questa voce, mentre la stagnazione dell'economia interna, unitamente al deprezzamento dello yen, ha determinato

Indicatori del commercio estero e partite correnti

	Tasso di cambio effettivo reale[1]	Esportazioni[2, 3]	Importazioni in volume[3]	Ragioni di scambio[3]	Saldo commerciale	Reddito netto da investimenti	Partite correnti	
	1997	1996–97, variazioni cumulative					1997	
	Indice, 1995 = 100	in percentuale			in miliardi di $USA		in miliardi di $USA	in % del PIL
Stati Uniti	114	7,9	25,9	0,2	– 23,1	– 18,8	– 166	– 2,1
Giappone	77	– 10,2	5,0	– 9,7	– 27,7	11,2	97	2,3
Germania	90	0,4	11,8	– 2,3	10,7	– 6,2	– 1	0,0
Francia	93	1,7	9,2	– 1,4	16,9	10,3	40	2,9
Italia	118	– 5,7	7,4	1,3	2,3	5,2	37	3,2
Regno Unito	130	– 3,1	14,4	1,8	– 3,0	3,2	7	0,6
Canada	107	– 9,1	23,7	3,7	– 6,9	0,5	– 12	– 2,0
Australia	119	8,6	15,5	0,9	6,0	– 0,4	– 13	– 3,4
Belgio	97	– 6,3	10,9	1,3	– 1,2	– 0,2	13	5,5
Norvegia	109	5,7	19,3	12,0	3,7	0,7	9	5,5
Paesi Bassi	92	– 2,0	13,6	– 0,5	– 4,2	1,4	21	6,0
Svizzera	88	– 9,5	9,6	– 0,6	– 1,2	0,7	21	8,3
Paesi UE	102	– 0,7	12,2	– 0,9	28,6	10,1	124	1,6

[1] In termini di costi unitari relativi del lavoro; per i paesi UE, indice composito esclusi gli scambi intraregionali. [2] Crescita in volume delle esportazioni meno crescita dei mercati di esportazione. [3] Solo beni.

Fonti: OCSE, "Economic Outlook"; statistiche nazionali; BRI. Tabella II.7

un'inversione di segno nel saldo commerciale e di parte corrente e ha consentito un parziale recupero delle quote di mercato precedentemente perdute.

... e ulteriore aumento dell'eccedenza per i paesi UE

Un andamento analogo a quello osservato in Giappone è riscontrabile nei paesi della UE la cui eccedenza aggregata, alla quale l'Italia e la Francia hanno contribuito per due terzi, è salita a circa $125 miliardi. In particolare per l'Italia, divenuta lo scorso anno creditrice internazionale su base netta, i progressi realizzati negli anni novanta possono in larga parte essere attribuiti a un sostanziale miglioramento dei conti pubblici, al deprezzamento della valuta e alla posizione ritardata nel ciclo economico europeo. Per quanto concerne gli altri paesi dell'Europa, il tradizionale surplus della Svizzera è leggermente calato lo scorso anno a causa dei più bassi redditi netti da investimenti mentre l'avanzo norvegese, basato sull'esportazione di petrolio, è rimasto pressoché invariato malgrado il forte ribasso subito dai corsi petroliferi verso la fine del 1997.

Deterioramento in Nuova Zelanda e Canada

Fra gli altri paesi industriali, l'Australia è riuscita a ridurre il suo deficit nonostante il declino dei prezzi delle materie prime e delle esportazioni verso la regione asiatica. Pur essendo meno dipendente dalle esportazioni verso l'Asia, la Nuova Zelanda ha visto salire il proprio disavanzo di parte corrente a oltre il 7% del PIL, il che implica una forte crescita del risparmio negativo nel settore privato, giacché l'avanzo delle amministrazioni pubbliche si è ridotto solo di poco. In Canada la bilancia corrente ha nuovamente registrato un saldo negativo, a causa sia della maggiore penetrazione delle importazioni sia della deludente dinamica delle esportazioni cui si è accennato in precedenza. Come in Nuova Zelanda, lo squilibrio esterno ha avuto quale contropartita un crescente risparmio negativo nel settore privato, segnatamente delle famiglie. Il disavanzo esterno della Turchia, infine, è stato contenuto entro l'1% del PIL poiché si è consentito al cambio nominale di deprezzarsi di pari passo con l'ampliamento del differenziale d'inflazione rispetto agli altri paesi dell'OCSE.

Principali tendenze degli investimenti diretti esteri

Forte ma instabile espansione degli IDE ...

L'espansione dei flussi di investimenti diretti esteri (IDE) in entrata e in uscita dai paesi industriali dai primi anni ottanta è stata molto elevata, e ha sopravanzato di gran lunga la crescita del commercio estero e del PIL reale (tabella II.8). Tuttavia, tale espansione non è stata uniforme. Essa ha infatti avuto luogo per lo più nel periodo 1981–89, quando i deflussi dal Giappone indotti

Andamenti comparati degli investimenti diretti esteri[1]

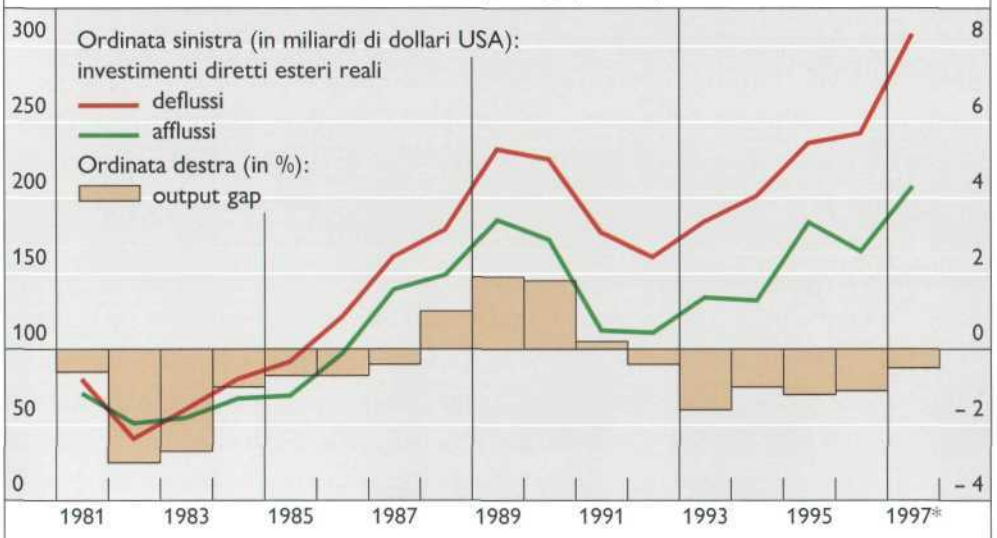
	Deflussi	Afflussi	Stock all'estero	Stock dell'estero	PIL	Esportazioni	Investimenti[2]
	Variazioni percentuali annue, a prezzi costanti[3]						
1981–89	14,1	12,7	11,9	14,2	3,0	4,5	3,4
1989–96	0,6	– 1,7	12,5	10,8	1,9	5,5	2,0

[1] Nei paesi industriali. [2] Investimenti fissi lordi interni. [3] Ad eccezione degli stock (prezzi e tassi di cambio correnti).

Fonti: FMI, "Balance of Payments Statistics"; OCSE, "International Direct Investment Statistics" e "National Accounts"; ONU, "World Investment Report"; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella II.8

Investimenti diretti esteri e output gap nei paesi OCSE



* Dati provvisori.

Fonti: FMI, "Balance of Payments Statistics"; OCSE, "Economic Outlook" e "National Accounts"; statistiche nazionali; stime BRI. Grafico II.8

dall'apprezzamento dello yen e dai prezzi comparativamente bassi delle azioni estere hanno impartito un notevole stimolo all'attività d'investimento globale. Nel corso dei sette anni seguenti i deflussi reali sono aumentati di meno dell'1% su base annua e gli afflussi sono diminuiti. Tuttavia, secondo dati provvisori lo scorso anno vi è stato un significativo mutamento di tendenza, in quanto la forte ascesa dei mercati azionari e i bassi tassi d'interesse hanno determinato un livello record di fusioni e acquisizioni societarie internazionali. Sotto l'influsso del rafforzamento del dollaro e di una robusta crescita dei profitti gli Stati Uniti sono stati i principali investitori esteri, anche se il volume degli IDE in entrata è risultato ancora più ampio, poiché l'attrazione esercitata dalla vigorosa espansione economica ha più che compensato l'effetto dell'apprezzamento della valuta. I deflussi di IDE dalla Germania hanno parimenti toccato un massimo storico, mentre per il secondo anno consecutivo gli afflussi si sono assottigliati. Con in testa la Francia e il Regno Unito, gli altri paesi della UE hanno registrato un netto incremento dei flussi di investimenti diretti esteri, sia in entrata che in uscita.

... con una pronunciata ripresa lo scorso anno

Come mostra il grafico II.8, le variazioni di breve periodo nei flussi di IDE sono fortemente procicliche, in quanto rispecchiano principalmente il reinvestimento di utili non distribuiti. La contrazione dei deflussi reali di IDE fra il 1989 e il 1992 può essere attribuita quasi completamente all'ampliamento dell'output gap all'interno dell'OCSE. Inoltre, la lentezza della successiva ripresa economica nell'Europa continentale e in Giappone spiega in larga misura la perdurante esiguità dei flussi di IDE verso quest'area. Anche i movimenti dei tassi di cambio possono avere un notevole impatto, influendo sulla posizione di costo relativa dei paesi come pure sul loro "potere di acquisto" nel quadro di fusioni e acquisizioni. Come si è detto in precedenza, l'apprezzamento dello yen è stato un importante fattore alla base dell'incremento nella quota del Giappone sullo stock globale di investimenti all'estero durante gli anni ottanta, mentre la recente

Gli IDE risentono delle variazioni nel ciclo ...

... nei tassi di cambio ...

ripresa dei deflussi di IDE dagli Stati Uniti può essere ascritta al rafforzamento del dollaro e alla posizione avanzata di questo paese nel ciclo economico.

... e nei tassi d'interesse

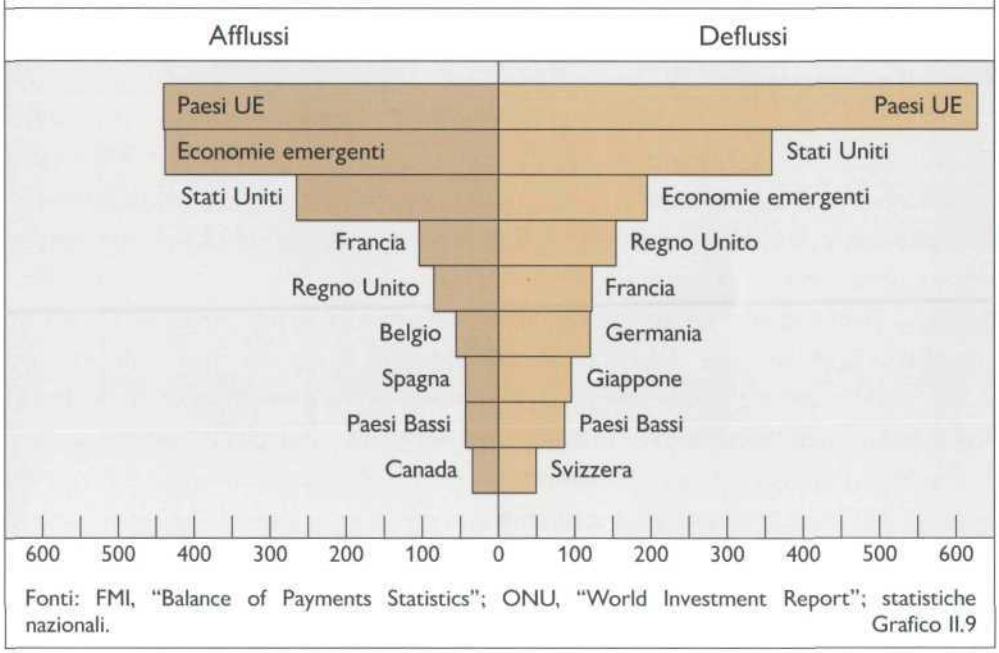
In aggiunta, poiché gli IDE sono essenzialmente flussi finanziari che possono essere o meno collegati a investimenti in capitale reale, i deflussi rilevati tendono a risentire delle variazioni dei tassi d'interesse e dei corsi azionari sia nei paesi di origine che in quelli destinatari. Ciò è parso evidente nel caso dei deflussi registrati dagli Stati Uniti nei primi anni ottanta, allorché una politica monetaria più restrittiva e alti tassi d'interesse avevano incoraggiato le imprese statunitensi a finanziare la propria espansione all'estero indebitandosi nei paesi destinatari piuttosto che attraverso deflussi di capitali definiti come IDE. Per converso, la recente ripresa dei deflussi USA può in parte essere attribuita alla flessione dei tassi d'interesse interni e ai più elevati corsi azionari che hanno considerevolmente rafforzato la capacità delle imprese statunitensi di assorbire imprese all'estero.

Crescente ruolo dei mercati emergenti ...

Oltre che agli influssi ciclici e ad altri fattori di breve periodo, le variazioni nei flussi e nelle consistenze degli IDE durante gli ultimi quindici anni sono riconducibili al coinvolgimento di un crescente numero di paesi, settori e imprese. Benché in termini di stock i paesi industriali siano ancora predominanti nella distribuzione degli investimenti esteri, la partecipazione dei mercati emergenti si è notevolmente intensificata. La Cina in particolare è divenuta uno dei principali paesi destinatari, e a fine 1996 le economie emergenti nel complesso contribuivano per circa il 30% alle consistenze globali degli investimenti in entrata. Inoltre, anche se questi mercati concorrono solo per il 10% agli stock in uscita, il fatto che la loro quota di deflussi sia stata prossima al 14% durante gli anni novanta indica che stanno assumendo un ruolo più attivo come paesi di origine (grafico II.9). La crisi finanziaria asiatica pare aver rallentato i deflussi dalle

Investimenti diretti esteri in determinati paesi e aree

1992–96 totale cumulativo, in miliardi di dollari USA



Fonti: FMI, "Balance of Payments Statistics"; ONU, "World Investment Report"; statistiche nazionali. Grafico II.9

economie emergenti, ma alcuni dati provvisori sui flussi in entrata fanno prevedere un nuovo picco storico per il 1997. Per giunta, considerato il netto ribasso dei corsi azionari in Asia, come pure la deregolamentazione degli afflussi e i miglioramenti nel governo societario previsti dalle politiche adottate in molti paesi colpiti dalla crisi, quest'anno i flussi di investimenti diretti esteri verso questa regione potrebbero subire un calo solo marginale.

... e spostamenti nell'ambito dei paesi industriali

Nel gruppo dei paesi industriali è inoltre mutata la posizione relativa delle singole economie. All'incremento dei deflussi dal Giappone negli anni ottanta ha fatto riscontro un notevole ampliamento della quota dei paesi UE, in particolare dopo l'adozione dell'Atto unico europeo nel 1986. Tale ampliamento, in termini sia di flussi che di consistenze, è in realtà riconducibile non solo ai maggiori investimenti da parte dei paesi non membri, ma anche a flussi più intensi tra gli stessi paesi della UE. A quanto pare, gli effetti della liberalizzazione dei movimenti di capitali e dell'integrazione dei mercati hanno più che compensato il previsto calo dei flussi di investimenti connesso con la rimozione delle barriere commerciali. Viceversa, in termini sia di flusso che di stock, gli investimenti USA all'estero sono drasticamente diminuiti rispetto alla fine degli anni settanta, anche tenendo conto della recente ripresa. Quel periodo sembra infatti aver segnato un punto di massimo nel processo di internazionalizzazione produttiva degli Stati Uniti, che è coinciso con una svolta negativa per l'industria manifatturiera interna. Trattandosi di un settore molto più internazionale di altri, il ridimensionamento del suo ruolo nell'economia USA, insieme a un avvio precoce di tale processo rispetto alla maggior parte degli altri paesi, ha impresso un andamento cedente agli investimenti USA all'estero.

Coinvolgimento di un maggior numero di settori e imprese

Negli ultimi dieci anni si è avuto inoltre un netto incremento nel numero delle imprese e dei settori coinvolti in attività di investimento all'estero. Sebbene la posizione predominante delle grandi società multinazionali sia uno degli aspetti peculiari delle recenti tendenze, oggi anche le imprese di dimensioni medie adottano un approccio più internazionale nelle loro decisioni di produzione e occupazione. Nel complesso, è stata la crescita nel numero di paesi, settori e imprese partecipanti che ha impedito alla quota decrescente dell'industria di trasformazione di provocare una stagnazione o un calo tendenziale dei flussi di investimenti.

La globalizzazione in una prospettiva storica

Per individuare le sottostanti motivazioni d'investimento e le loro possibili conseguenze sull'occupazione e sul prodotto nei paesi interessati, è utile collocare i recenti sviluppi in una prospettiva di più lungo periodo. Benché l'espansione dell'interscambio e degli IDE registrata dopo il 1982 sia stata spettacolare, essa non ha fatto che riportare la globalizzazione e l'internazionalizzazione al livello esistente prima del 1914 e, secondo alcuni parametri, non ha neppure raggiunto tale risultato. Se ad esempio si considera il rapporto fra commercio estero e PIL, l'economia giapponese è ora meno aperta di quanto lo fosse prima del 1914. Inoltre, mentre oggi nei paesi industriali i deflussi di IDE equivalgono al 5–6% degli investimenti interni, nel primo decennio di questo secolo in Gran Bretagna le quote degli investimenti interni ed esteri erano pressoché identiche.

Tuttavia, per alcuni aspetti l'integrazione internazionale e le attività connesse agli IDE sono più importanti ora di quanto lo fossero anteriormente alla prima

guerra mondiale poiché sono sostanzialmente mutate le motivazioni sottostanti, con implicazioni per le decisioni delle imprese in ambito produttivo e occupazionale. Sebbene nel passato i deflussi di investimenti fossero in parte motivati dall'interesse delle imprese ad avere accesso alle materie prime, principalmente essi riflettevano il tentativo di aggirare le barriere artificiali e naturali al commercio. Flussi siffatti favoriscono una struttura produttiva *orizzontale*, poiché stabilimenti simili vengono impiantati in paesi diversi e le vendite delle affiliate sono dirette verso mercati non raggiungibili attraverso le esportazioni. Viceversa, oggi gli investimenti esteri sono trainati dalla liberalizzazione, dalla deregolamentazione e soprattutto dal progresso tecnologico, che ha conferito una nuova dimensione al processo di integrazione economica. Consentendo alle imprese di "segmentare la catena del valore aggiunto", il drastico calo dei costi delle comunicazioni ha creato nuovi e più efficienti modi di organizzare la produzione e la distribuzione a livello globale. Inoltre, permettendo alle imprese di effettuare arbitraggi sui differenziali tra fattori di produzione e prezzi, ciò ha favorito una struttura produttiva *verticale* che ha generato più strette interazioni fra produzione e occupazione nelle affiliate e nella società madre.

Spostamento da strutture produttive orizzontali a strutture produttive verticali

Nondimeno, per la maggior parte dei paesi vi sono indicazioni che i deflussi di IDE e la produzione delle affiliate estere continuano a integrare le esportazioni piuttosto che sostituirle. Nel comparto manifatturiero le affiliate tendono a utilizzare beni intermedi importati dai paesi d'origine, mentre nei servizi esse migliorano la distribuzione dei beni finali prodotti in questi stessi paesi. Sembra inoltre che i deflussi di investimenti e le importazioni siano complementari e che i flussi in entrata si accompagnino a maggiori importazioni, segnatamente nei mercati emergenti.

Gli IDE integrano o rafforzano il commercio estero ...

Vi sono altresì indizi che la globalizzazione non solo è di ausilio alle imprese nel conseguimento di più efficienti strutture produttive ma consente loro anche di ridurre l'esposizione agli shock esterni e di ripartire più uniformemente i rischi. Le società con stabilimenti produttivi dislocati in vari paesi possono mitigare la propria vulnerabilità ai movimenti del cambio ridistribuendo la produzione in funzione dei mutamenti dei costi relativi. Inoltre, presupponendo

... e riducono l'esposizione agli shock esterni

Distribuzione geografica delle esportazioni e degli investimenti diretti esteri*

	Stati Uniti		Giappone		Germania		Regno Unito	
	Esportazioni	IDE	Esportazioni	IDE	Esportazioni	IDE	Esportazioni	IDE
	in percentuale							
Paesi industriali	56,5	69,9	46,9	62,5	75,5	86,4	77,6	82,0
Paesi UE	20,5	43,7	15,3	17,5	58,2	57,0	56,9	43,3
Paesi non europei	34,3	20,8	30,5	43,3	11,1	24,3	17,5	36,9
Asia	19,2	8,4	44,2	32,1	8,0	3,0	8,6	8,1
America latina	17,5	18,1	4,5	4,8	2,5	5,9	1,8	6,6

* Esportazioni di beni nel 1996 e stock di IDE all'estero a fine 1996; per la Germania, dati del 1995.
Fonti: OCSE, "Statistics of Foreign Trade"; statistiche nazionali. Tabella II.9

che le vendite delle affiliate siano proporzionali agli stock di IDE verso l'estero, dalla distribuzione geografica delle esportazioni può emergere un quadro ingannevole dell'esposizione esterna delle imprese (tabella II.9). Pertanto, l'esposizione complessiva al calo della domanda interna in Asia potrebbe essere assai minore di quanto implicherebbero le sole esportazioni. Come mostra la tabella, l'esposizione di Stati Uniti, Germania e Giappone sembra inferiore a quanto indicato dalle rispettive quote delle esportazioni. Per contro, le quote dell'Asia nelle esportazioni del Regno Unito e nelle vendite delle affiliate britanniche sono pressoché uguali.

La globalizzazione comporta rischi e costi

La globalizzazione dell'attività produttiva, tuttavia, non è esente da rischi. Ad esempio, la crescita dei flussi di investimenti trainati da fattori tecnologici nel quadro degli sforzi delle imprese multinazionali di preservare o espandere le proprie quote di mercato potrebbe generare capacità eccedentarie nella misura in cui sia tali imprese sia le società locali siano attratte verso i medesimi settori in ragione dei bassi costi e delle allettanti prospettive di rendimento. Ciò è riscontrabile in molti paesi asiatici, nei quali gli afflussi di capitali esteri hanno sospinto ancora più in alto il già elevato rapporto investimenti/PIL (Capitolo III). Inoltre, le imprese con strutture produttive dislocate in diversi paesi possono ridurre la propria esposizione ai movimenti del cambio soltanto accettando un minor tasso di utilizzazione della capacità rispetto alle imprese che organizzano gran parte della propria produzione in patria.

III. Le politiche economiche e gli andamenti nel resto del mondo

Aspetti salienti

Lo scorso anno gli andamenti economici dei mercati emergenti sono stati dominati da una serie di crisi finanziarie che ha investito l'Asia con un'intensità e una contagiosità inattese. Nei paesi maggiormente colpiti – Corea, Indonesia, Malaysia e Thailandia – l'attività e la domanda hanno subito un brusco rallentamento sotto l'impatto di un calo di fiducia. Anche in altri mercati della regione l'incertezza economica è aumentata e la crescita del prodotto, dinamica nel decennio precedente, si è fatta più modesta.

Le suddette crisi trovano origine in una complessa e spesso opaca combinazione di distorsioni macroeconomiche e fragilità finanziaria. La crescente consapevolezza di tali vulnerabilità e la difficoltà di farvi fronte mediante i tradizionali strumenti di politica economica hanno non soltanto accentuato la pressione al ribasso sui cambi quando è venuta meno la fiducia, ma hanno anche offuscato le prospettive di una rapida ripresa. Sebbene il brusco deprezzamento sia stato accompagnato da un'inflazione solo modesta e abbia pertanto determinato consistenti guadagni di competitività, l'economia non ha finora reagito. A livello interno e su vari mercati principali la domanda è stata generalmente debole e i mezzi finanziari a sostegno della crescita del prodotto sono diventati notevolmente più scarsi.

Le ripercussioni della crisi asiatica hanno offuscato vari sviluppi positivi osservati nel 1997 in America latina, che in un contesto più tranquillo avrebbero richiamato maggiore attenzione. Negli ultimi anni l'impegno politico alla stabilità e alle riforme in alcuni paesi latino-americani ha determinato tassi di crescita fra i più rapidi e tassi d'inflazione tra i più bassi dalla crisi debitoria degli ultimi anni settanta. Quando l'ansia degli investitori ha colpito la regione, un ulteriore inasprimento della politica monetaria e, in Brasile, una stretta fiscale hanno concorso a limitare il contagio. Anche in altre parti del mondo in via di sviluppo politiche macroeconomiche e strutturali più rigorose hanno contribuito a determinare un'apprezzabile crescita non inflazionistica. Andamenti più difformi hanno caratterizzato l'Europa orientale, sebbene il primo anno di crescita assoluta rilevata in Russia faccia sperare che un maggior numero di paesi possa trovarsi in una fase di positiva seppur lenta transizione.

Il contesto macroeconomico delle turbolenze finanziarie in Asia

Cause finanziarie della crisi aggravate da ...

La serie di crisi che ha interessato l'Asia nel secondo semestre 1997 è riconducibile alla fragilità del settore finanziario, alla debolezza dei meccanismi di vigilanza e regolamentazione prudenziale e al pesante indebitamento a breve

Crescita, inflazione e partite correnti

	PIL reale			Prezzi al consumo			Partite correnti		
	1990–95	1996	1997	1990–95	1996	1997	Media 1990–95	1996	1997
	Variazioni percentuali annue						In percentuale del PIL		
Cina	10,6	9,7	8,8	12,4	8,3	2,8	0,9	0,9	2,3
Hong Kong	5,0	5,0	5,2	9,3	6,0	5,7	3,3[1]	– 1,7[1]	– 3,8[1]
India	5,1	7,5	5,0	10,3[2]	5,9[2]	5,1[2]	– 1,5	– 1,1	– 1,2
Altri paesi dell'Asia[3]	7,2	7,0	4,6	6,7	5,8	4,6	– 0,5	– 1,7	– 1,7
Corea	7,8	7,1	5,5	6,6	4,9	4,4	– 1,2	– 4,8	– 1,9
Singapore	8,6	6,9	7,8	2,7	1,3	2,0	12,7	15,5	15,2
Taiwan	6,4	5,7	6,8	3,8	3,1	0,9	4,0	4,0	2,7
Filippine	2,3	5,7	5,1	11,0	8,4	5,1	– 3,8	– 4,7	– 5,2
Indonesia	7,2	7,8	4,6	8,7	8,0	6,6	– 2,5	– 3,7	– 2,9
Malaysia	8,8	8,6	7,8	3,7	3,5	2,7	– 5,9	– 4,9	– 5,1
Thailandia	8,9	6,4	– 0,4	5,0	5,8	5,6	– 6,7	– 7,9	– 2,0
America latina[3]	2,7	3,4	5,0	206,2	24,6	13,8	– 2,0	– 1,9	– 2,8
Argentina	4,8	4,3	8,4	114,6	0,2	0,5	– 1,6	– 1,4	– 3,2
Brasile	1,5	2,8	3,0	954,2	15,5	6,0	– 0,6	– 3,3	– 4,2
Cile	6,7	7,2	7,1	15,8	7,4	6,1	– 2,6	– 5,4	– 5,2
Colombia	4,5	2,1	3,0	25,6	20,2	18,5	– 1,7	– 5,5	– 5,8
Messico	2,1	5,1	7,0	19,0	34,4	20,6	– 5,1	– 0,6	– 1,8
Venezuela	3,8	– 1,6	5,1	43,7	99,9	50,0	2,5	13,1	6,0
Europa orientale[3]	– 1,2	4,7	5,1	54,8	17,8	13,9	0,1	– 3,0	– 3,7
Polonia	– 0,2	6,1	6,9	83,7	19,9	14,9	1,9	– 1,0	– 3,2
Repubblica Ceca	– 2,8	3,9	1,0	18,5	8,8	8,5	– 0,1	– 7,6	– 6,2
Ungheria	– 2,6	1,3	4,4	25,9	23,5	18,3	– 4,0	– 3,7	– 2,2
Federazione russa	– 7,9	– 4,9	0,4	317,7	47,7	14,8	1,2	2,7	1,7
Arabia Saudita	3,7	2,3	2,6	2,2	1,3	0,1	– 11,6	0,9	– 2,2
Israele	6,1	4,5	2,1	13,5	11,3	9,0	– 3,9	– 7,4	– 3,6
Africa	1,7	5,1	2,7	37,4	25,1	11,4	– 11,1[4]	– 7,8[4]	– 6,1[4]
Sudafrica	0,6	3,1	1,5	11,8	7,4	8,6	0,7	– 1,6	– 1,5

Nota: i dati relativi al 1997 sono parzialmente stimati.

[1] Bilancia dei beni e servizi non dei fattori. [2] Prezzi all'ingrosso. [3] Media dei paesi indicati ponderata in base al PIL e alle PPA del 1990. [4] In percentuale delle esportazioni di beni e servizi.

Tabella III.1

delle imprese. Questa situazione ha in particolare reso più difficoltosa una sana e produttiva gestione dei fondi esteri affluiti massicciamente in Asia alla metà degli anni novanta. Il Capitolo VII tratta in dettaglio l'interazione tra tali aspetti dell'intermediazione finanziaria e la recente tempesta valutaria. In ogni caso, due dei fattori macroeconomici largamente ritenuti alla base del dinamismo delle economie asiatiche negli anni ottanta e nella prima metà degli anni novanta hanno, per ironia, altresì concorso in modo decisivo a determinare l'improvvisa perdita di fiducia. Si tratta del forte accumulo di capacità produttiva eccedente in vari settori e dell'impatto del regime di cambio prescelto sulla competitività commerciale e sull'orientamento di politica monetaria.

Negli ultimi quindici anni i mercati asiatici emergenti hanno registrato risultati economici straordinari. Tassi medi di crescita annua del 7½% dal 1980 si sono accompagnati a un'inflazione modesta, con un impulso espansivo sostanzialmente riconducibile alla crescente apertura di buona parte delle economie. Andamenti così favorevoli sono stati conseguiti pur mantenendo un orientamento prudente in materia di politica macroeconomica. Nel complesso i conti pubblici sono rimasti tendenzialmente in equilibrio, e la ragionevole stabilità dei prezzi sembrava indicare politiche monetarie caute. Nonostante l'ampliamento degli squilibri esterni fino a livelli che sarebbero stati ritenuti allarmanti in paesi con una maggiore propensione al consumo, la concomitanza di consistenti investimenti privati e di un crescente tasso di risparmio interno ha alimentato la percezione di una crescita vigorosa e sostenibile.

Tali aspetti positivi sul piano macroeconomico hanno parimenti contraddistinto i paesi più colpiti durante il recente periodo di turbolenza finanziaria (tabella III.2). A posteriori essi appaiono però aver occultato il fatto che i sistemi gestionali dei settori delle imprese, finanziario e governativo non hanno tenuto il passo con la rapida espansione dell'economia e che le strategie d'investimento si sono concentrate in misura sempre maggiore su aree con indici di remunerazione del rischio meno solidi. Ciò era in una certa misura prevedibile dato che vari paesi avevano necessità di migliorare le proprie infrastrutture mediante investimenti con scarsa redditività immediata ma con un elevato utile sociale sul lungo periodo. In molti casi, comunque, la decisione di continuare ad ampliare la capacità produttiva delle industrie esistenti si fondava sulla semplice estrapolazione della rapidissima crescita della prima metà degli anni novanta. Spesso, paesi diversi hanno concentrato l'espansione della capacità in settori analoghi. Inoltre, com'è avvenuto per i conglomerati industriali coreani, la deregolamentazione degli anni novanta ha indotto le imprese ad avventurarsi in attività poco familiari e ben distanti dai loro precedenti ambiti tradizionali di specializzazione. L'adozione da parte di investitori e prestatori di decisioni d'investimento non passate per il vaglio del mercato o non ispirate a ragionevole diligenza è frequentemente riconducibile alla protezione implicita offerta dall'attivo sostegno ufficiale a progetti di elevato interesse politico ma con prospettive di remunerativitá non necessariamente solide.

... forti investimenti in progetti di dubbia redditività

Struttura macroeconomica di determinate economie asiatiche

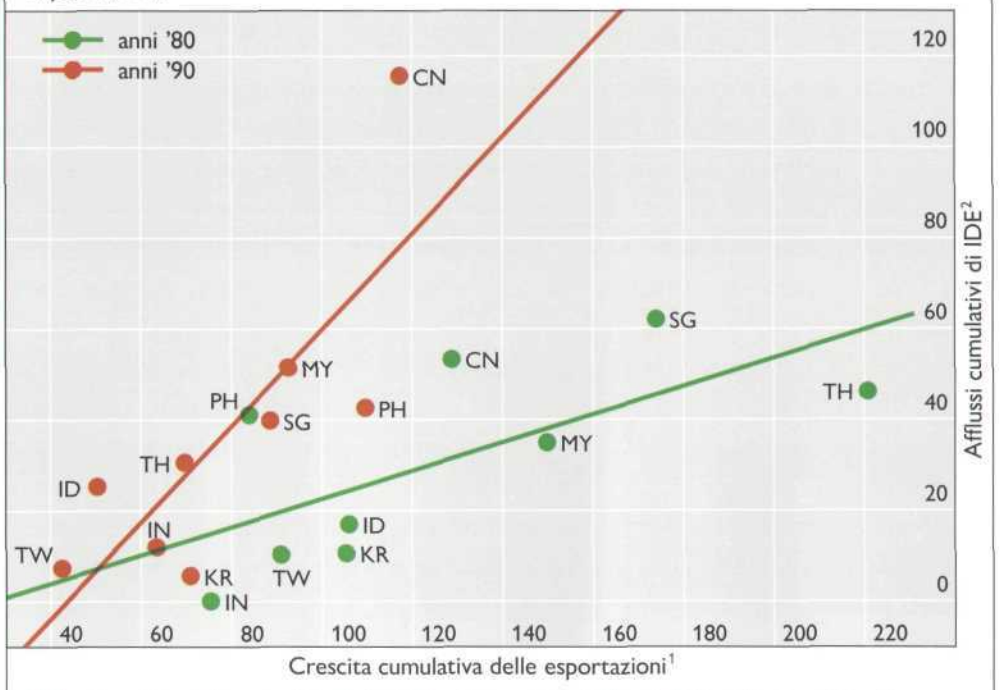
	Investimenti		Risparmio interno		Bilancio pubblico[1]		Grado di apertura[2]		CIC[3]	
	Media 1986–95	1996	Media 1986–95	1996	Media 1986–95	1996	1986	1996	Media 1986–90	Media 1991–96
	in percentuale del PIL									
Corea	33,9	36,8	36,4	35,2	0,3	0,0	30,7	28,9	32,9	20,2
Filippine	20,5	23,2	17,5	15,6	– 1,9	0,3	16,4	31,2	20,5	12,2
Indonesia	32,6	32,1	33,8	31,2	0,9	– 1,0	15,9	20,4	19,2	22,6
Malaysia	32,7	42,2	35,8	42,6	– 3,2	0,7	44,3	78,9	25,1	22,1
Thailandia	36,3	42,2	33,5	35,9	2,1	0,7	20,9	34,9	32,6	19,6

Nota: i dati relativi al 1996 sono parzialmente stimati.

[1] Amministrazione centrale. [2] Incidenza dell'interscambio medio di merci sul PIL. [3] Coefficiente incrementale di capitale, qui indicato come il suo inverso, ossia tasso reale di crescita del PIL sul rapporto investimenti/PIL. Tabella III.2

Investimenti diretti esteri ed esportazioni

In percentuale



CN = Cina; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MY = Malaysia; PH = Filippine; SG = Singapore; TH = Thailandia; TW = Taiwan.

[1] Per i periodi 1986–1991 e 1992–96, in termini di dollari USA. [2] Per i periodi 1984–89 e 1990–94, in percentuale delle esportazioni del 1986 e del 1992 rispettivamente. Grafico III.1

Il forte calo delle esportazioni nel 1996 è indizio di sovrainvestimento in alcuni settori

Come evidenziato nella precedente Relazione annuale, le prime indicazioni di un eccesso di investimenti in determinati rami dell'economia erano già emerse nel 1996, quando i massicci afflussi di capitali nell'industria elettronica asiatica avevano concorso a determinare un esubero di offerta e il conseguente crollo dei prezzi sui mercati mondiali. La forte espansione degli investimenti ha comunque interessato anche altri settori (ad esempio quello automobilistico, degli elettrodomestici e della produzione di energia elettrica), rischiando di provocare un'inondazione sui mercati locali ed esteri. L'immobiliare è stato fra i comparti nei quali i rapidi afflussi di capitali hanno creato bolle speculative dei prezzi alla cui successiva deflazione è in larga misura riconducibile la turbolenza finanziaria del 1997 (discussa in maggiore dettaglio nel Capitolo VII).

Erosione dei rendimenti

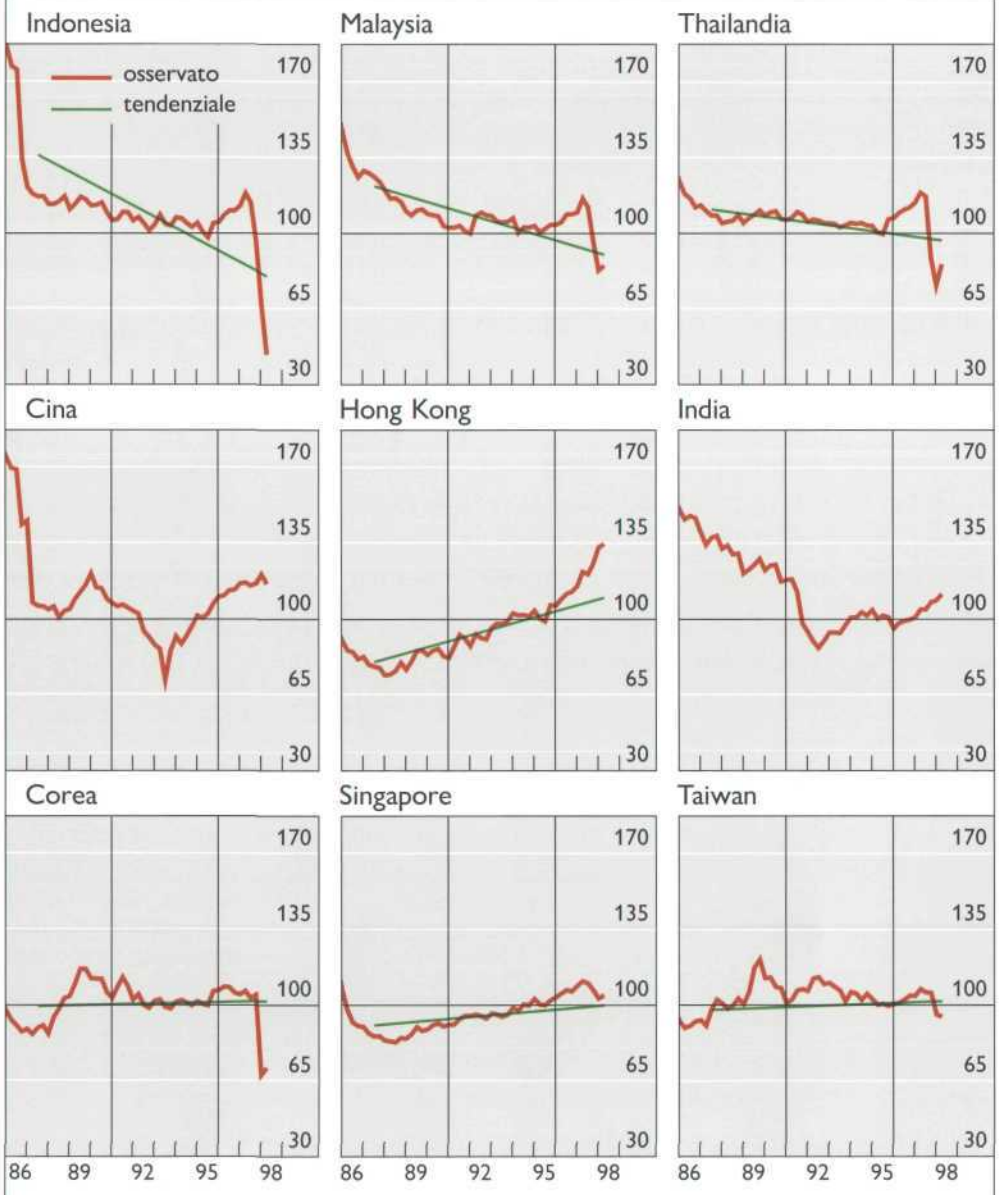
Negli ultimi anni l'eccesso di investimenti in determinati settori ha avuto la tendenza a erodere i rendimenti sui nuovi capitali. Come indicato nella tabella III.2, in molti paesi colpiti dalla crisi il saggio di crescita associato a un determinato tasso di investimento (noto come coefficiente incrementale di capitale) ha subito un netto calo nella prima metà degli anni novanta. Un altro sviluppo significativo è stato il consistente indebolimento del rapporto tra gli investimenti diretti esteri e la crescita delle esportazioni negli anni novanta (grafico III.1). Si è pertanto allontanata la prospettiva che l'iniziale deterioramento delle partite correnti, determinato dall'importazione di beni strumentali associata agli afflussi diretti di capitali dall'estero, potesse prima o poi essere corretto dalle nuove esportazioni generate dall'ampliamento della capacità.

Una seconda e importante causa soggiacente alla crisi della regione è stata la crescente difficoltà a mantenere politiche dei cambi basate su uno stretto ancoraggio al dollaro USA. Tale ancoraggio ha avuto tre conseguenze sfavorevoli sui recenti andamenti. In primo luogo, il deprezzamento della moneta statunitense rispetto alle principali valute internazionali fino al primo trimestre 1995 aveva comportato un costante guadagno di competitività in Indonesia, Malaysia e Thailandia (come indicato dalla linea di trend del grafico III.2 basata sul periodo 1987–1995). Ciò aveva favorito il rapido aumento delle esportazioni e della capacità produttiva. L'inversione di tendenza del dollaro dagli inizi del 1995 ha tuttavia provocato un brusco deterioramento della competitività asiatica. Alla vigilia della tempesta finanziaria di metà 1997 i tassi di cambio effettivi reali di

Impatto dei vincoli di cambio sulla competitività ...

Tassi di cambio effettivi reali in Asia*

Dati di fine trimestre, marzo 1995 = 100



* In termini di prezzi al consumo relativi; un aumento indica un apprezzamento. Il trend è calcolato applicando un filtro di Hodrick-Prescott al periodo aprile 1987 – marzo 1995. Grafico III.2

Indonesia, Malaysia e Thailandia erano stati sospinti ben al disopra del livello che implicherebbe un'estrapolazione della tendenza 1987–1995. Tale parametro potrebbe addirittura sottovalutare il più difficile contesto concorrenziale determinatosi a partire dalla metà degli anni novanta, in quanto non tiene conto dei cospicui incrementi di quote di mercato realizzati dalla Cina nello stesso periodo. In Corea, per contro, il fattore competitività ha concorso in misura molto minore a far precipitare la crisi, dato che fin dalla metà degli anni novanta al won era stato consentito di deprezzarsi nei confronti del dollaro USA.

... efficacia della politica monetaria ...

Un'ulteriore conseguenza dei regimi di cambi amministrati in Asia è stata la ridotta capacità delle politiche monetarie di concentrarsi più direttamente sul fabbisogno di liquidità dell'economia interna. A metà degli anni novanta, quando in molti paesi asiatici sono apparsi segni evidenti di surriscaldamento, gli impegni di cambio hanno impedito alle banche centrali di aumentare i tassi d'interesse per raffreddare la domanda interna, in particolare gli investimenti immobiliari e i progetti con rendimenti intrinsecamente bassi. La crescente mobilità dei capitali internazionali e la contrazione dei premi di rischio sul debito delle economie emergenti hanno rafforzato questo vincolo di politica monetaria. Infine, la terza conseguenza del lungo periodo di stabilità relativa rispetto al dollaro USA è stata l'abbassamento della percezione del rischio di cambio e il risultante incentivo ad assumere forti esposizioni valutarie non coperte. Tali aspetti sono trattati in modo più approfondito nei Capitoli VI e VII.

... e comportamento degli investitori

Andamenti nei singoli paesi asiatici

La gravità della crisi che ha colpito l'Asia nel secondo semestre 1997 e la velocità con cui si è propagata hanno colto di sorpresa gran parte degli osservatori e degli operatori. Nel primo scorcio del 1997 sul baht thailandese hanno iniziato ad accumularsi forti pressioni speculative, che a metà dell'anno erano diventate irresistibili. Date le comuni vulnerabilità, la turbolenza si è velocemente trasmessa a varie altre economie del Sud-Est asiatico, in particolare alle Filippine, all'Indonesia e alla Malaysia. Nel corso dell'anno la perdita di fiducia si è progressivamente estesa ad altri paesi e ha trascinato la Corea in una profonda crisi

Impatto a breve della crisi finanziaria in Asia[1]

	Produzione industriale		Prezzi al consumo		Saldo commerciale		Importazioni		Tasso di cambio effettivo reale[2]	
	1° sem. 1997	Tre mesi più recenti	1° sem. 1997	Tre mesi più recenti	1° sem. 1997	Tre mesi più recenti	1° sem. 1997	Tre mesi più recenti	1° sem. 1997	Tre mesi più recenti
Corea	6,4	– 7,8	4,4	8,9	– 18,3	34,5	2,3	– 35,1	– 2,9	– 38,7
Filippine	..	..	4,6	7,0	– 11,1	– 6,6	11,1	0,4	7,7	– 28,3
Indonesia	..	..	5,0	29,7	8,3	18,9	0,7	– 21,5	7,0	– 64,4
Malaysia	11,5	7,8	2,8	4,3	– 2,2	3,2	5,1	– 16,5	7,2	– 29,8
Thailandia	6,0	– 13,0	4,4	9,0	– 13,1	11,0	– 8,9	– 35,9	7,2	– 35,6

[1] Variazione percentuale rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente fatta eccezione per il saldo commerciale, che è in miliardi di dollari USA in ragione annua. [2] In termini di prezzi al consumo relativi. Un aumento indica un apprezzamento.

Tabella III.3

finanziaria negli ultimi mesi del 1997 (per una cronologia più dettagliata, si veda la tabella VII.6).

Impatto a breve della crisi valutaria

Di mese in mese i dati statistici evidenziano sempre più chiaramente la caduta della produzione industriale e l'accumularsi di pressioni sui prezzi nei paesi maggiormente colpiti dal dissesto (tabella III.3). In meno di un anno i saldi commerciali hanno registrato una fortissima variazione, tanto più dolorosa in quanto avvenuta principalmente attraverso un calo delle importazioni. Agli inizi del 1998 le importazioni di Corea e Thailandia si erano ridotte addirittura di un terzo in ragione annua, mentre i tassi di cambio reali erano scesi in misura compresa tra un quarto e la metà dei valori registrati nel primo scorcio del 1997, quando mostravano ancora un significativo rafforzamento. L'interpretazione di questi deprezzamenti in termini reali richiede tuttavia cautela dal momento che gli indici qui utilizzati si basano principalmente sui rapporti di cambio con le valute dei paesi industriali. Poiché invece tra i principali concorrenti sui mercati mondiali si annoverano paesi vicini anch'essi colpiti da forti deprezzamenti, i guadagni di competitività in Asia sono stati sicuramente più contenuti di quelli indicati.

Politiche accomunate da ...

Le politiche messe in atto per fronteggiare la crisi presentano vari elementi comuni e – nel caso di Corea, Filippine, Indonesia e Thailandia – sono state formulate nel contesto di un programma del FMI e sostenute da prestiti ufficiali (Capitolo VII). In primo luogo, poco dopo gli attacchi alle rispettive valute, in

... adozione di cambi fluttuanti ...

tutti i paesi direttamente colpiti si è resa necessaria l'adozione di regimi di cambi fluttuanti. Ne sono derivati drastici aggiustamenti delle parità che hanno concorso a sospingere le quotazioni reali ben al disotto dei livelli tendenziali degli ultimi dieci anni. È probabile che sia intervenuta una ipercorrezione del cambio e ciò potrebbe aver complicato l'aggiustamento provocando distorsioni dei prezzi e paralizzando l'attività finanziaria e produttiva. Un secondo elemento

... inasprimento monetario ...

comune è stato l'inasprimento della politica monetaria in tutta la regione, pur con tempi e rigore significativamente diversi e in larga misura riconducibili al vario grado di riluttanza delle autorità ad aggravare con tassi d'interesse elevati la già vulnerabile posizione finanziaria delle imprese e del settore finanziario. Tali esitazioni, tuttavia, potrebbero aver accentuato la pressione al ribasso sui cambi e, per il tramite di questi ultimi, propagato i problemi finanziari. In un primo tempo sono stati altresì assunti degli impegni di restrizione fiscale, ma allorché la gravità della crisi si è fatta più evidente le politiche di bilancio sono state

... e riforme strutturali

generalmente allentate. Infine, in considerazione delle debolezze strutturali alla base dell'improvviso venir meno della fiducia, i programmi di aggiustamento hanno previsto riforme strutturali e istituzionali di portata senza precedenti sia nel settore finanziario sia in quello delle imprese.

La crisi del Sud-Est asiatico

La crisi colpisce per prima la Thailandia ...

La *Thailandia* è stata la prima economia asiatica a essere colpita dalle conseguenze della crisi di fiducia degli investitori. I timori si sono concentrati sull'ulteriore caduta delle esportazioni agli inizi del 1997 – che ha gettato un'ombra sulle prospettive di riduzione del forte disavanzo esterno (8% del PIL nel 1996) – e sui segnali sempre più evidenti di una profonda vulnerabilità economica e finanziaria. Gli interventi ufficiali non sono riusciti ad arginare a lungo il deflusso di

capitali nel primo semestre 1997 e, agli inizi di luglio, le autorità sono state costrette a lasciar fluttuare il baht. A dispetto del programma di aggiustamento approntato in agosto, la fiducia ha continuato a vacillare poiché la risposta di politica economica alla crisi, in particolare la ristrutturazione del settore finanziario, non è stata tempestiva né è parsa beneficiare del pieno impegno del governo. Il significativo innalzamento dei tassi d'interesse (grafico III.3) non ha frenato la tendenza cedente del baht, che a fine anno aveva perso circa il 45% del suo valore nei confronti del dollaro USA. In un contesto di ristagno del prodotto e di crescenti spinte inflazionistiche, la domanda interna e le importazioni hanno subito un crollo e il disavanzo esterno si è drasticamente ridotto ad appena il 2% del PIL per l'intero 1997.

Agli inizi del 1998, malgrado il persistere di notevoli incertezze concernenti segnatamente le prospettive del mercato immobiliare, è sembrato profilarsi un grado maggiore di stabilità. Il processo di ristrutturazione del settore finanziario è parso acquistare slancio; il deprezzamento del baht si è arrestato; i corsi azionari hanno segnato una ripresa; i controlli sui cambi introdotti nel maggio dello scorso anno sono stati aboliti ed è stato possibile allentare in una certa misura la stretta fiscale.

... si estende rapidamente all'Indonesia ...

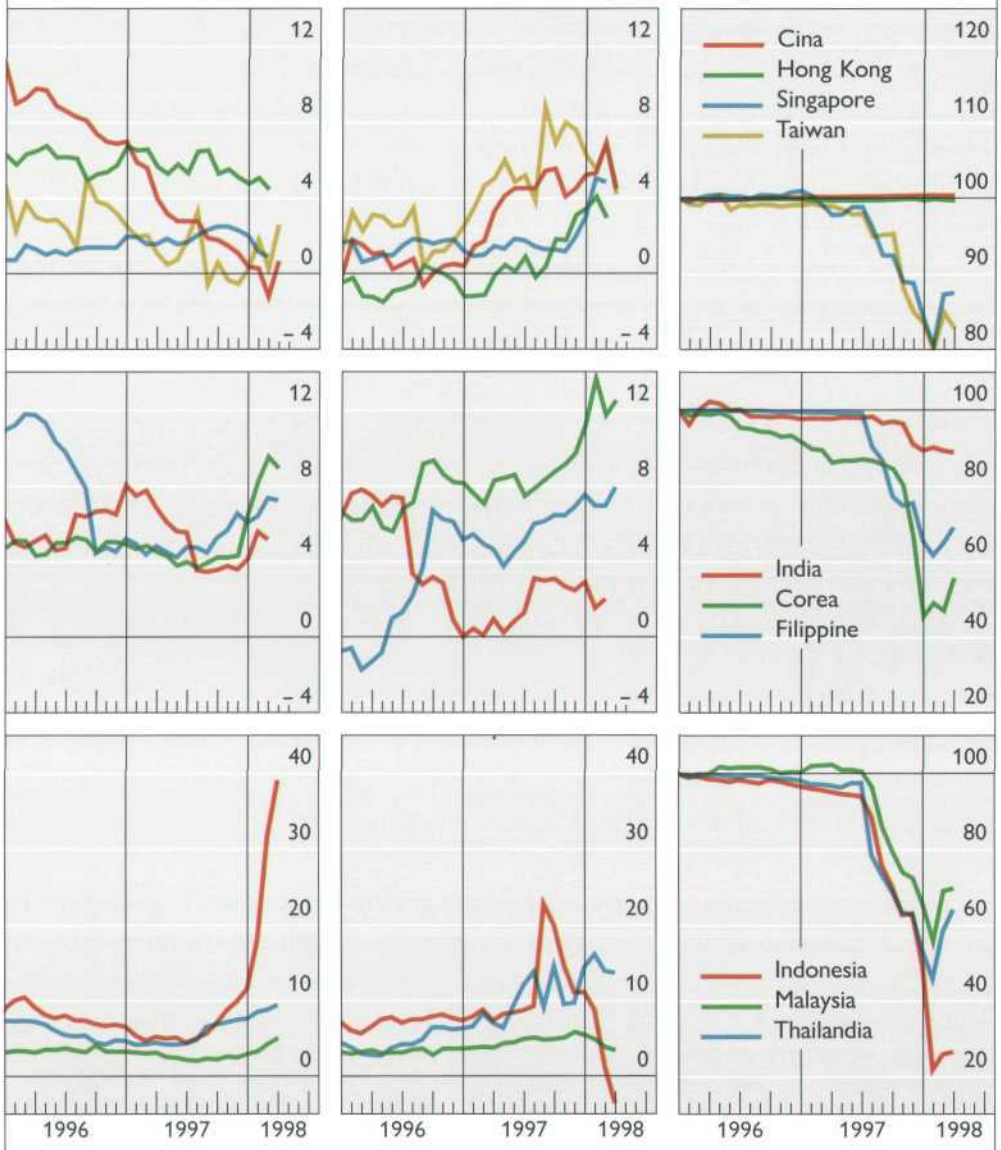
L'*Indonesia* è stata presto coinvolta nella crisi finanziaria della regione, nonostante la vigorosa crescita del 1996, il contenimento dell'inflazione – scesa attorno al 5% agli inizi del 1997 – e l'entità piuttosto modesta del disavanzo esterno, pari a circa il 3% del PIL. Il contagio ha tratto alimento dalle debolezze finanziarie del paese, in particolare un sistema finanziario fragile e privo di adeguata vigilanza, un settore delle imprese fortemente indebitato e un debito estero ingente. L'esistenza di distorsioni sul mercato interno e delle connesse inefficienze ha ulteriormente acuito le incertezze. Poiché il progressivo ampliamento della banda d'intervento attorno al cambio non era riuscito ad assorbire le crescenti pressioni, a metà agosto le autorità hanno lasciato fluttuare liberamente la rupia. Al tempo stesso, hanno inasprito la politica monetaria. Ciò nonostante, non è stato possibile evitare turbolenze ricorrenti sul mercato valutario dati i dubbi circa la capacità dell'economia di mantenere a lungo elevati i tassi d'interesse, che, di fatto, sono poi stati riabbassati a partire dalla fine del mese.

... dove si rivela di difficile risoluzione

Nonostante un vasto piano di risanamento comprendente tagli generalizzati alla spesa pubblica, riforme del settore finanziario e misure di liberalizzazione economica e commerciale (fra cui l'abolizione dei monopoli di distribuzione e delle restrizioni di mercato), il clima di incertezza politica, gli insuccessi di politica economica e le gravi difficoltà nell'impostare la ristrutturazione dell'ingente debito delle imprese private hanno scatenato un vero e proprio crollo del cambio a fine 1997 e agli inizi del 1998. A fine gennaio la rupia indonesiana è precipitata al minimo storico di 15 000 contro il dollaro USA, meno di un sesto del suo valore poco prima dello scoppio della crisi a metà 1997, per poi assestarsi, nelle successive settimane, all'interno di un'ampia banda di oscillazione tra 8 500 e 10 500.

Con un cambio siffatto, l'esplosione degli oneri per il servizio del debito esterno ha reso tecnicamente insolvente gran parte delle imprese interessate, mentre persino l'acquisto dei beni di primissima necessità ha inciso pesantemente sul bilancio di larghe fasce della popolazione. In presenza di una siccità

Inflazione, tassi d'interesse reali e tassi di cambio in Asia



[1] Aumento percentuale annuo dei prezzi al consumo. [2] Tassi a breve corretti per il tasso d'inflazione annuo. [3] Dollari USA per unità di moneta nazionale, dicembre 1995 = 100.

Grafico III.3

che ha altresì determinato il ristagno della produzione agricola, l'attività è crollata e l'inflazione su base annua è balzata al 40% nel marzo 1998. In queste circostanze, a febbraio il governo ha chiesto appoggio per l'introduzione di un regime di "currency board" basato su una parità ben superiore al tasso allora corrente. Il piano è stato però successivamente ritirato in quanto vari prerequisiti necessari per un tale regime (si veda la Relazione dell'anno scorso) apparivano assenti in quella fase iniziale di stabilizzazione economica.

Pesante effetto di contagio in Malaysia ...

Anche la *Malaysia* è stata rapidamente trascinata nella turbolenza finanziaria di metà 1997, in presenza di crescenti timori dei mercati circa la notevole entità del disavanzo corrente, la probabilità di consistenti aggiustamenti dei valori azionari e immobiliari e l'elevata esposizione e dipendenza delle imprese nei confronti del finanziamento bancario interno. Di fronte a ingenti deflussi di

capitali, in particolare azionari, le autorità hanno scelto come linea principale di difesa un deprezzamento della moneta associato a taluni provvedimenti amministrativi intesi a controllare i movimenti di capitali e proteggere i corsi azionari. Il ricorso all'inasprimento monetario è stato moderato. In rapporto a gran parte dei paesi della regione, l'aumento dei tassi d'interesse in Malaysia è stato molto meno pronunciato (grafico III.3). Anche la politica di bilancio ha reagito in modo alquanto graduale e soltanto a fine anno le prospettive di un brusco calo del gettito fiscale hanno indotto tagli alla spesa e il ridimensionamento o il differimento di grandi progetti di sviluppo.

... ma meno grave nelle Filippine

Nelle *Filippine* il prosciugarsi degli afflussi di capitali a metà dell'anno scorso ha parimenti determinato un drastico deprezzamento della moneta. Nondimeno, la tempestiva reazione delle autorità ha fatto sì che l'aggiustamento alla crisi valutaria avvenisse in modo alquanto ordinato. Dopo l'abbandono dell'ancoraggio de facto del peso al dollaro in luglio, la politica monetaria è stata inasprita e quella di bilancio ha mantenuto un orientamento cauto. Poiché le esportazioni – stimolate dagli incrementi di competitività – hanno continuato ad aumentare di circa il 25% in termini di dollari, la crescita ha subito un rallentamento minimo ed è in effetti diventata la più vigorosa della regione.

Repubblica di Corea

Vulnerabilità al rallentamento economico delle imprese industriali e finanziarie

La notevole espansione del potenziale industriale, stimolata a metà degli anni novanta da un lungo periodo di rapidissima crescita e dalla deregolamentazione nel settore industriale, ha fatto sì che la Corea fosse alquanto esposta al rallentamento dell'economia nel 1996 e nella prima parte del 1997. Poiché la crescita della capacità produttiva era stata prevalentemente finanziata dal credito bancario (e solo in misura ridotta dagli investimenti diretti esteri), sospingendo l'indice di indebitamento dei maggiori conglomerati industriali a quasi il 500%, anche il settore finanziario è diventato vulnerabile a un rallentamento della crescita economica. Nei conti con l'estero, il crollo dei proventi delle esportazioni aveva portato il disavanzo corrente a quasi il 5% del PIL nel 1996, esponendo ancor più l'economia alle variazioni dei flussi dei finanziamenti esteri. In particolare, il settore bancario mostrava una forte dipendenza dal finanziamento estero sotto forma di linee interbancarie a brevissimo termine.

Crescenti pressioni sul mercato valutario

Le pressioni sul won si sono intensificate quando nel primo semestre 1997 vi sono stati clamorosi fallimenti di alcuni grandi conglomerati industriali e nel settore finanziario si sono di conseguenza acuiti i problemi di qualità del portafoglio crediti. Nonostante i reiterati interventi valutari in estate e in autunno e un innalzamento dei tassi d'interesse, è stato impossibile arrestare la caduta del won. Verso la fine di novembre il paese è parso quasi sull'orlo dell'insolvenza a fronte delle proprie passività a breve sull'estero.

Contromisure ufficiali e costi economici della crisi

Sul finire del 1997 e agli inizi del 1998 le politiche macroeconomiche hanno subito un deciso inasprimento e sono state proposte misure di aggiustamento strutturale di vasta portata. Tra gli elementi chiave di tale programma figuravano la liberalizzazione dei movimenti di capitali e degli investimenti esteri, la ristrutturazione del sistema finanziario con il rafforzamento delle norme e della vigilanza prudenziale, nonché misure volte a razionalizzare l'attività dei grandi conglomerati industriali. Quando a fine gennaio, oltre a tali misure, è stato

raggiunto un accordo con le banche internazionali per ristrutturare a condizioni favorevoli gran parte del debito a breve (non connesso al commercio), un graduale recupero della fiducia è sembrato allontanare il pericolo immediato di una crisi dell'economia. I vincoli di liquidità verso l'estero si sono ulteriormente allentati dato che intorno alla fine del 1997 la bilancia corrente è passata in attivo. Dopo gennaio il cambio si è stabilizzato e i tassi d'interesse hanno iniziato a scendere dal livello del 30% cui erano stati sospinti a fine 1997. Agli inizi del 1998, però, sono cresciuti anche i costi dell'aggiustamento. Le ristrutturazioni e i fallimenti nel settore delle imprese, unitamente alla contrazione della spesa delle famiglie, hanno determinato un calo della produzione manifatturiera del 10% e una crescita della disoccupazione al 6½%. In aggiunta, l'inflazione è salita a quasi il 10% per effetto del rincaro delle importazioni.

Altri paesi dell'Asia

Benché non si sia potuto evitare il contagio della crisi nel Sud-Est asiatico e in Corea, in altri paesi dell'Asia le conseguenze sono state molto meno traumatiche. A Singapore e Taiwan, ciò è dipeso dalla maggiore resilienza alle variazioni dei cambi derivante da un settore manifatturiero diversificato e competitivo e dalla solidità finanziaria della maggior parte dei comparti economici. Nella regione amministrativa speciale cinese di Hong Kong, il fermo impegno delle autorità al perseguimento delle politiche e un sistema finanziario robusto hanno consentito al regime di "currency board" di superare con successo la prova finora più severa. In altri casi, il tuttora limitato grado di convertibilità dei movimenti di capitale (Cina e India) o le consistenti riserve valutarie (Cina) hanno protetto le economie dal contagio immediato.

Resilienza di fronte alla crisi a Singapore ...

L'economia di *Singapore* ha segnato una forte ripresa dopo la recessione nel settore dell'elettronica del 1996, per poi rallentare soltanto a seguito delle turbolenze finanziarie negli altri paesi. Per fronteggiare il loro impatto, la politica di bilancio è stata allentata (benché i conti pubblici siano rimasti in attivo) e sono stati aumentati i tassi d'interesse per contrastare deflussi speculativi. Inoltre, è stato più largamente sfruttato il margine di flessibilità consentito dal regime di cambio del paese. Il tasso di cambio, che in passato aveva subito un lento e costante apprezzamento in termini effettivi, è stato lasciato fluttuare all'interno di una fascia più ampia dopo la metà del 1997. In seguito esso è sceso di circa il 20% rispetto al dollaro USA, per poi recuperare parte delle perdite agli inizi del 1998.

... e a Taiwan

Anche l'economia di *Taiwan* procedeva con un ritmo assai sostenuto prima dell'inizio della tempesta finanziaria regionale e successivamente è riuscita a mantenere un notevole dinamismo. Lo scorso anno la crescita è salita a quasi il 7%, mentre l'inflazione dei prezzi al consumo, inferiore all'1%, è scesa al livello più basso degli ultimi dieci anni. Nondimeno, a partire dalla metà dello scorso anno sono state avvertite pressioni sulla moneta. Inizialmente le autorità hanno cercato di mantenere il cambio stabile rispetto al dollaro USA, intervenendo talvolta pesantemente e consentendo ai tassi d'interesse interni di salire. Tuttavia, le ripercussioni negative di questa combinazione delle politiche sui corsi azionari e sulla competitività commerciale hanno indotto le autorità dopo la metà di ottobre a permettere al cambio di rispondere a ulteriori pressioni del

mercato. A un deprezzamento immediato del 7% è seguito un altro episodio di debolezza a fine 1997 allorché è esplosa la crisi valutaria in Corea, uno dei principali concorrenti commerciali di Taiwan. Come avvenuto a Singapore, un recupero di fiducia nella solidità delle grandezze economiche fondamentali ha nuovamente rafforzato la moneta agli inizi del 1998.

Difesa del "currency board" a Hong Kong

Dato il fermo impegno a una parità fissa in una regione passata repentinamente a un regime di cambio flessibile, e la forte crescita delle tensioni sui mercati immobiliare e azionario interni nei primi mesi del 1997, *Hong Kong* è stata oggetto in modo particolare dell'ansietà degli investitori. Di fronte a due attacchi speculativi, il primo in agosto e il secondo più violento in ottobre, le autorità hanno dimostrato che la difesa del "currency board" era possibile fintantoché non venisse messa in dubbio la solidità del sistema finanziario interno. È stato consentito un forte aumento dei tassi interbancari (che hanno raggiunto un picco overnight del 280% alla fine di ottobre), lasciando che prezzi azionari e immobiliari sostenessero il peso dell'aggiustamento. Agli inizi del 1998 si sono allentate le pressioni sul dollaro di Hong Kong e i tassi d'interesse sono scesi. Ciò nondimeno, il persistere di un differenziale d'interesse sui tassi USA comparabili fa ritenere che rimanga un certo grado di incertezza riguardo all'economia di Hong Kong.

Lieve rallentamento dell'economia in Cina

Una solida bilancia corrente, il modesto indebitamento sull'estero, consistenti riserve internazionali e l'esistenza di controlli sui movimenti di capitale hanno posto l'economia della *Cina* al riparo da gran parte delle conseguenze dirette delle turbolenze finanziarie nella regione. Tuttavia, l'impatto indiretto della crisi potrebbe accentuare il leggero rallentamento dell'economia, i cui primi segni si sono manifestati nel 1997. La crescita su base annua si è mantenuta alquanto vigorosa e prossima al 9% mentre, a causa del crollo della domanda interna in molti paesi limitrofi, le esportazioni hanno perso in parte di dinamismo con il passare dei mesi. Ciò ha contribuito a rallentare la domanda interna di consumi determinando un accumulo di scorte. Di riflesso alle più deboli pressioni sulla domanda, l'inflazione è ulteriormente scesa e i prezzi al dettaglio sono addirittura calati nell'ultima parte del 1997.

Obiettivi delle politiche a medio termine

Al fine di assicurare una crescita sostenibilmente elevata a medio termine, la ristrutturazione delle imprese statali è stato uno degli aspetti prioritari nella definizione delle strategie di politica economia sul finire del 1997 e agli inizi del 1998. Il fatto poi che questa ristrutturazione potesse contribuire a limitare l'ulteriore accumulo di crediti in sofferenza che ha gravemente compromesso la solvibilità delle maggiori banche statali ha reso ancora più rilevante questo obiettivo. A breve termine, però, essa avrà ripercussioni negative sulla crescita dell'occupazione e potrebbe comportare un elevato onere per le finanze pubbliche nella misura in cui verranno stralciati dal bilancio i crediti inesigibili.

India

Nonostante una certa pressione al ribasso sul cambio a fine 1997 che ha indotto un inasprimento della politica monetaria, l'*India* è stata per lo più risparmiata dalla crisi che ha investito la regione. Gli andamenti economici dello scorso anno sono stati influenzati piuttosto dalle incertezze politiche, dalla lentezza nell'attuazione delle riforme strutturali e finanziarie e dalle strozzature infrastrutturali. Rispetto al tasso di crescita medio del 7% registrato nei tre anni precedenti, nel 1997 l'economia indiana ha perso di slancio rallentando a circa il 5%.

Tale decelerazione ha però favorito un'ulteriore contrazione dell'inflazione, contribuendo inoltre a mantenere il disavanzo corrente attorno all'1½% del PIL. Malgrado un incremento delle entrate di natura straordinaria a seguito di un programma di condono fiscale, il deficit statale del 6% del PIL resta un grave ostacolo sulla via di una crescita elevata e sostenibile. Tuttavia, uno sviluppo positivo fondamentale è stato l'ulteriore progresso nella riduzione del finanziamento monetario automatico del disavanzo fiscale tramite il credito della banca centrale.

Questioni particolari sollevate dalle crisi asiatiche

Tassi di cambio reali e prodotto

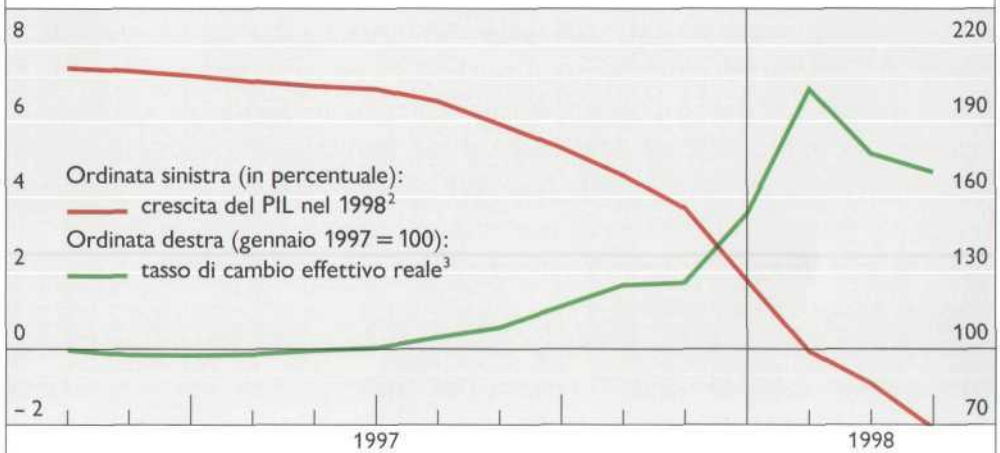
Deprezzamento reale connesso a un rallentamento dell'attività in Asia ...

In molte economie dell'Asia il forte indebolimento della moneta è stato seguito da un netto rallentamento della domanda e dell'attività interna. Come appare dal grafico III.4, il crescente deprezzamento in termini reali determinato dalla caduta dei cambi nominali nelle quattro economie più gravemente colpite è andato di pari passo con una continua revisione al ribasso delle previsioni di crescita del PIL per il 1998. Anche in Messico la perdita di valore reale provocata dalla crisi del peso del 1994–95 si era inizialmente accompagnata a una drastica caduta del prodotto. Più in generale, studi empirici sugli effetti del deprezzamento del cambio reale sul livello dell'attività nelle economie emergenti hanno spesso evidenziato un effetto contrattivo, quanto meno a breve termine.

... nonostante la notevole apertura commerciale

I nessi strutturali tra le variazioni del cambio e l'attività economica sono tuttavia complessi e difficili da cogliere empiricamente. La teoria convenzionale prevede che la svalutazione conduca a un'espansione del prodotto, in quanto stimola la produzione nei settori di esportazione e in concorrenza con le importazioni. Data la forte dipendenza dall'interscambio come motore della crescita,

Previsioni di crescita del PIL nel 1998 e tasso di cambio effettivo reale[1]



[1] Media semplice di Corea, Indonesia, Malaysia e Thailandia. [2] Previsioni di crescita del PIL per il 1998 nel corrispondente mese. [3] In termini di prezzi al consumo relativi; un aumento indica un deprezzamento.

Fonti: © Consensus Economics, Londra; statistiche nazionali. Grafico III.4

in Asia ci si potrebbe pertanto attendere che il deprezzamento reale produca una rapida e vigorosa risposta dell'attività. Tuttavia, se l'indebolimento della moneta tarda a stimolare un'espansione delle esportazioni, e se improvvisamente si invertono i flussi di capitale, l'aggiustamento esterno deve provenire interamente da minori importazioni. Ciò implicherebbe inizialmente un drastico ridimensionamento della domanda interna. Come evidenzia il grafico III.4, in Asia le previsioni hanno progressivamente assegnato una più alta probabilità a tale processo contrattivo nel breve termine.

Tra le cause: la debolezza della domanda nei principali mercati ...

Vari fattori, alcuni connessi all'interscambio e altri conseguenza della fragilità finanziaria, possono aver avuto un ruolo importante nella scarsa reattività delle esportazioni ai consistenti guadagni di competitività. In primo luogo, la debole risposta della produzione, specie di tradables, è in parte riconducibile all'importanza degli scambi intraregionali. Poiché un terzo-un quarto circa delle esportazioni totali di Corea, Indonesia, Malaysia e Thailandia sono dirette in Giappone o in questi stessi paesi, gli esportatori si sono trovati a operare su mercati particolarmente depressi. Su base annua, le importazioni giapponesi provenienti dalle altre economie dell'Asia si sono ridotte del 6% nell'ultimo trimestre del 1997, mentre il calo è stato ancor più sensibile in Corea, l'altra principale potenza commerciale della regione. In aggiunta, poiché in molti paesi dell'Asia predomina l'attività di trasformazione, le industrie d'esportazione dipendono fortemente dai beni intermedi importati da altri paesi della regione. Di conseguenza, le importazioni e le esportazioni si sono vicendevolmente condizionate in senso negativo. L'esperienza del Messico successiva al deprezzamento del peso tra fine 1994 e i primi mesi del 1995 è stata abbastanza diversa a tale proposito in quanto il mercato statunitense, che assorbe l'85% delle esportazioni messicane, era allora in forte espansione. È interessante notare che le esportazioni delle Filippine, anch'esse prevalentemente dirette verso il mercato USA, si sono mantenute in rapida crescita nel secondo semestre 1997.

... l'incertezza sui cambi ...

Un altro elemento che ha impedito l'espansione della produzione di tradables è il fatto che, in un contesto caratterizzato dall'iperreazione del cambio e da assai incerte prospettive di inflazione, può essere particolarmente difficile determinare il livello a cui potrebbe stabilizzarsi il tasso reale di cambio. Finché non vi è una maggiore certezza, soprattutto sui prezzi relativi dei fattori importati, le imprese potrebbero mostrarsi restie ad assumere impegni di produzione sul più lungo periodo. Anche la posizione dominante sul mercato acquisita da molte economie dell'Asia grazie alla massiccia espansione della capacità in particolari settori potrebbe aver reso più difficoltoso il processo di ripresa. In tali settori e mercati un aumento dell'offerta richiede spesso concessioni di prezzo che accentuano il deterioramento delle ragioni di scambio associato a un deprezzamento.

... la necessità di concessioni sui prezzi ...

... e la diffusa fragilità finanziaria

Gli altri fattori che hanno contribuito al brusco calo dell'attività in Asia, nonostante il deprezzamento in termini reali, sono connessi con la debolezza finanziaria sia del settore delle imprese che di quello finanziario. Gli alti indici di indebitamento delle imprese (come in Corea e in Malaysia) o l'ampia quota di passività denominata in valuta estera e l'esposizione alle variazioni dei prezzi delle attività (come in Indonesia e Thailandia) hanno reso necessarie repentine e drastiche correzioni al ribasso dell'indebitamento e della spesa non appena la

stretta monetaria, il deprezzamento e la deflazione dei prezzi delle attività hanno imposto alle imprese e alle famiglie oneri crescenti per il servizio del debito. La contrazione della domanda è stata verosimilmente aggravata dalla tendenza delle banche a limitare il credito, poiché l'espansione delle sofferenze bancarie aveva ridotto gli indici di capitalizzazione.

Il fattore della disponibilità di credito potrebbe svolgere in definitiva un ruolo più importante nel frenare l'economia asiatica rispetto a quanto avvenuto in Messico nel 1995. In primo luogo, la vulnerabilità delle imprese, seppure presente, era meno preoccupante in Messico di quanto non appaia oggi in Asia. Di conseguenza, era stato possibile, quanto meno alle imprese messicane più grandi, reperire altre fonti di finanziamento al di fuori del paese. Ciò è valso soprattutto per le imprese con stretti rapporti con la casa madre negli USA. In secondo luogo, in Asia le conseguenze della fragilità del settore bancario sul finanziamento delle imprese sono state amplificate dalla forte dipendenza delle società dal credito bancario e dall'assenza in molti casi di mercati monetari e finanziari spessi e ben sviluppati. A titolo di confronto, in Africa il deprezzamento si è tradotto in una rapida espansione dell'attività, data appunto la scarsa dipendenza dal credito bancario (e dall'intermediazione bancaria in generale) e quindi l'assenza di timori circa la fragilità di questo settore.

Tassi di cambio e prezzi

Il modesto impatto del cambio sui prezzi interni in Asia rispecchia ...

Sebbene in accelerazione agli inizi del 1998, l'inflazione dei prezzi al consumo ha finora mostrato una reattività piuttosto contenuta al deprezzamento del cambio nella maggior parte delle economie dell'Asia colpite dalla crisi. Nonostante l'apertura alle influenze esterne, il grado massimo di traslazione dei movimenti di cambio sui prezzi al consumo non ha superato il 20–25% in Indonesia e Thailandia ed è stato ancora minore in Corea e Malaysia (tabella III.4). Questa traslazione di così modesta entità in Asia è simile a quella osservata in Italia, Regno Unito, Spagna e Svezia a seguito della crisi valutaria del 1992. Essa invece si contrappone nettamente a quella quasi totale del deprezzamento del maggio 1997 nell'inflazione della Repubblica Ceca, nonché a quella di oltre il 40% registrata in Messico nel 1995. La Relazione annuale dello scorso anno ha analizzato questa palese differenza nel rapporto tra le variazioni dell'inflazione e dei cambi in determinate regioni, notando che in Asia la risposta dei prezzi al deprezzamento effettivo è stata tradizionalmente piuttosto limitata, mentre in America latina le svalutazioni contribuiscono in genere a un'impennata dell'inflazione.

... una domanda interna depressa e gli ingenti margini di capacità ...

Indubbiamente, la brusca contrazione della domanda interna in Asia spiega in larga misura la tuttora modesta risposta dei prezzi al forte deprezzamento dei cambi. Inoltre, dati gli ingenti margini di capacità in molti settori, una ripresa della domanda in futuro potrebbe produrre soltanto una debole risposta dei prezzi anche a medio termine. Verosimilmente, in tal senso potrebbe agire anche la correzione attuale e prospettica dei prezzi immobiliari. Un altro fattore importante potrebbe essere la tradizionale forte avversione per l'inflazione in Asia, un atteggiamento comprensibile date le tuttora ampie sacche di povertà e la mancanza di sistemi di previdenza sociale. Di fatto, accordi come l'indicizzazione, l'adeguamento dei contratti di lavoro al costo della vita o addirittura la prassi

stessa di stipulare formali accordi salariali sono ancora tutt'altro che comuni nella maggior parte delle economie dell'Asia.

... la compressione del costo del lavoro ...

L'iniziale aggiustamento del mercato del lavoro di fronte alla crisi è stato rapido, assorbendo così parte del potenziale impatto del deprezzamento sui prezzi. Persino in paesi con un forte movimento sindacale, come la Corea, sono state immediatamente proposte e accettate misure volte ad accrescere la flessibilità del mercato del lavoro. Nei settori duramente colpiti vi è stata inoltre una diffusa abolizione delle gratifiche di fine anno e la riduzione dei salari nominali. In Thailandia sono stati posticipati gli aumenti programmati dei salari minimi, mentre in Indonesia sono stati di recente congelati. Un indicatore della più lenta crescita del costo del lavoro (e della concomitante compressione dei profitti) potrebbe essere l'ampio divario evidenziato nella tabella III.4 tra la crescita dei prezzi all'ingrosso, spesso rappresentativi del costo dei beni intermedi (importati), e quella dei prezzi al consumo, più indicativa dei prezzi dei beni finali. I prezzi all'ingrosso hanno risentito in misura più completa della caduta dei cambi. Da una prospettiva leggermente diversa, se i prezzi all'ingrosso riflettono più da vicino i prezzi dei tradables, mentre gli indici dei prezzi al consumo

Tassi di cambio e inflazione in determinati paesi

	Tassi di cambio[1]	Prezzi all'ingrosso[2]	Prezzi al consumo[2]	*Importazioni in % della spesa totale*[3]
	Variazioni percentuali			
Corea				
lug. 1996 – lug. 1997	9,6	2,7	4,0	
lug. 1997 – feb. 1998	82,6	31,0	12,6	*34,0*
Indonesia				
lug. 1996 – lug. 1997	7,3	–	5,7	
lug. 1997 – feb. 1998	255,4	–	69,9	*27,3*
Malaysia				
lug. 1996 – lug. 1997	3,4	–	2,4	
lug. 1997 – feb. 1998	48,2	–	7,9	*95,6*
Thailandia				
lug. 1996 – lug. 1997	19,6	5,7	6,6	
lug. 1997 – feb. 1998	51,6	23,8	9,0	*45,8*
Repubblica Ceca				
apr. 1996 – apr. 1997	8,6	4,1	6,3	
apr. 1997 – feb. 1998	15,6	7,3	15,3	*61,1*
Per memoria:				
Messico				
nov. 1993 – nov. 1994	9,1	7,8	7,1	
nov. 1994 – nov. 1995	122,5	58,1	52,0	*28,7*
Italia, Regno Unito, Spagna e Svezia[4]				
ago. 1991 – ago. 1992	3,9	0,8	4,1	
ago. 1992 – ago. 1993	23,4	5,1	3,8	*20,0*

[1] Moneta locale rispetto al dollaro USA; per i paesi dell'Europa occidentale, rispetto al marco tedesco. [2] Anticipati di un mese; su base annua. [3] Importazioni di beni e servizi nel 1995; per i paesi dell'Europa occidentale, 1993. [4] Media non ponderata. Tabella III.4

includono una quota maggiore di non-tradables, i dati potrebbero suggerire che i più drastici ridimensionamenti riguardano i settori (generalmente ad alta intensità di manodopera) orientati prevalentemente verso il mercato locale.

... e probabilmente un'inflazione in parte repressa

Un'ultima nota di cautela riguardo all'esito finora favorevole è che l'indice dei prezzi al consumo potrebbe non essere un parametro molto affidabile delle spinte inflazionistiche in alcuni paesi dell'Asia. In particolare, i panieri di prodotti su cui sono basati i calcoli potrebbero non essere rappresentativi della struttura attuale o media della spesa (ad esempio, potrebbero utilizzare ponderazioni storiche per i prodotti alimentari o energetici di base sebbene tali voci siano diventate relativamente meno importanti). Inoltre, l'inflazione potrebbe essere in parte repressa, dal momento che la fissazione dei prezzi di determinati prodotti in vari paesi resta sotto il controllo statale e non riflette sempre perciò il variare delle condizioni di mercato. In Indonesia, ad esempio, agli inizi del 1998 sono state adottate misure amministrative per stabilizzare i prezzi dei prodotti alimentari; in Malaysia sono stati introdotti controlli selettivi sui prezzi dei prodotti alimentari ed energetici essenziali, e nelle Filippine disposizioni governative hanno mantenuto stabili i prezzi delle fonti di energia fino agli inizi del 1998 nonostante la brusca caduta del valore esterno del peso.

Andamenti in America latina

Crescita forte e inflazione in regresso ...

Lo scorso anno le economie dell'America latina hanno segnato una crescita del 5% e un calo dell'inflazione al 14%. Questi andamenti lusinghieri testimoniano i continui sforzi di riforma strutturale tra cui le privatizzazioni, la liberalizzazione degli scambi, la riforma della previdenza sociale e il rafforzamento dei sistemi finanziari. Ad essi hanno contribuito parimenti la crescente integrazione finanziaria con i mercati mondiali, nonché le rigorose politiche monetarie degli ultimi anni. Qualche timore ha destato l'ampliamento del disavanzo corrente della regione a circa il 3% del PIL, riconducibile sia alla vigorosa crescita della domanda interna sia all'apprezzamento reale della moneta in alcuni paesi. Durante gran parte dell'anno, tuttavia, gli afflussi di capitale, in larga misura sotto forma di investimenti diretti esteri, hanno agevolmente finanziato tali disavanzi. Per giunta, in molti paesi i deficit di bilancio sono rimasti un problema. In Colombia il disavanzo del settore pubblico si è fortemente ampliato, rendendo più difficoltoso il compito di ridurre un'inflazione persistentemente alta e il rapido apprezzamento reale degli ultimi anni. Il deficit di bilancio si è mantenuto elevato in Brasile, mentre l'indebolimento dei prezzi del petrolio sta deteriorando la solida situazione della finanza pubblica in Venezuela e imponendo una stretta fiscale in Messico. Inoltre, alla fine del 1997 la turbolenza finanziaria internazionale è parsa improvvisamente mettere in pericolo il dinamismo economico della regione. Però il contagio dall'Asia è stato in genere rapidamente ed efficacemente arginato grazie alla volontà delle autorità di rafforzare la disciplina monetaria e, in taluni casi, fiscale.

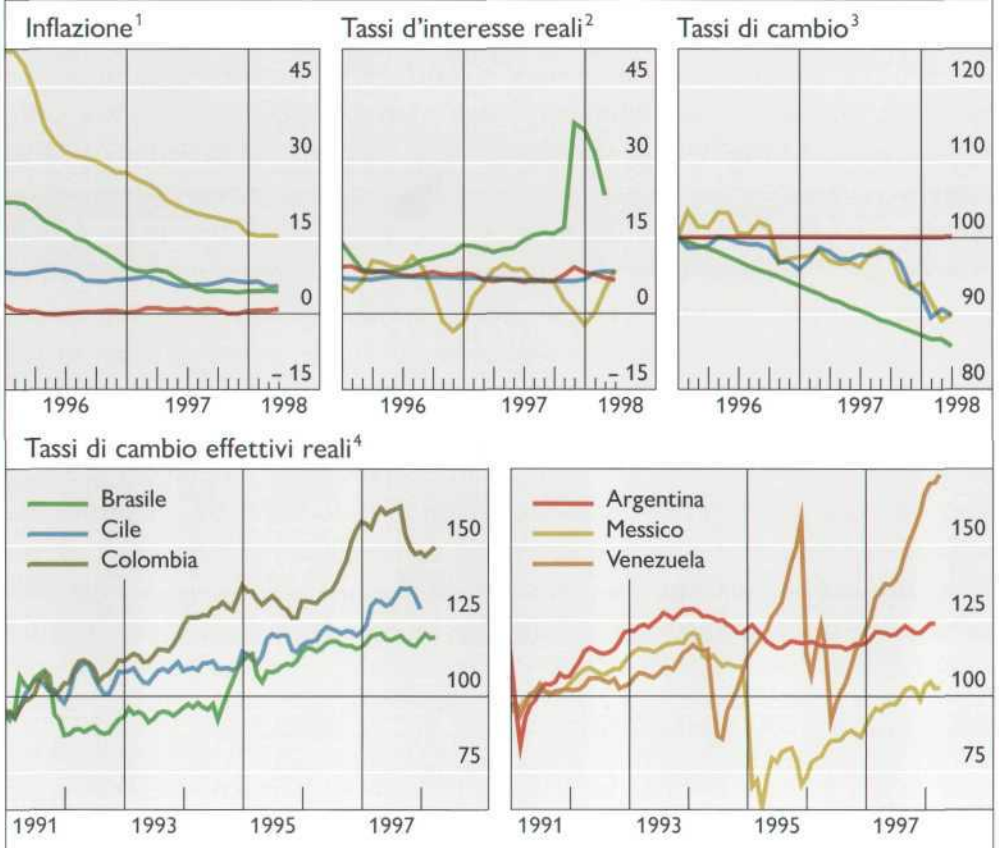
... ma anche più ampi disavanzi esterni ...

... e notevoli squilibri fiscali in taluni paesi

Pronta risposta alla crisi in Brasile

In *Brasile* la vigorosa domanda interna ha sospinto il tasso di crescita economica al 5% nell'anno terminato a metà 1997. Ha provocato però anche un allargamento del disavanzo corrente a oltre il 4% del PIL e ha indotto la banca centrale ad adottare un orientamento maggiormente restrittivo a partire da

Inflazione, tassi d'interesse reali e tassi di cambio in America latina



[1] Aumento percentuale annuo dei prezzi al consumo. [2] Tassi a breve deflazionati con il tasso d'inflazione annuo (per il Messico, inflazione nei mesi susseguenti rapportata all'anno). [3] Dollari USA per unità di moneta nazionale, dicembre 1995 = 100. [4] In termini di prezzi al consumo relativi, 1991 = 100. Un aumento indica un apprezzamento. Grafico III.5

maggio. Un ampio passivo corrente, un aggiustamento fiscale ritenuto insufficiente e l'esistenza di un regime di cambio amministrato, hanno fatto sì che in ottobre il Brasile fosse la principale vittima non asiatica dell'ansietà degli investitori. Le autorità hanno reagito all'improvvisa crisi non soltanto con un rapido e deciso inasprimento della politica monetaria, ma anche introducendo restrizioni di bilancio e accelerando i tempi della riforma dell'amministrazione e della previdenza sociale. A fine mese, i tassi d'interesse della banca centrale sono stati raddoppiati raggiungendo livelli, in termini reali, di oltre il 40% annuo e in novembre è stata annunciata una manovra finanziaria restrittiva pari a oltre il 2% del PIL.

Questa determinazione delle autorità, unitamente alla dimostrazione che esse tenevano effettivamente la situazione sotto controllo, ha notevolmente contribuito a ripristinare la fiducia del mercato. Nei primi mesi del 1998 è stato possibile ridurre gradualmente i tassi d'interesse (grafico III.5), e i corsi azionari e gli afflussi di capitale hanno ripreso forza. Una più equilibrata combinazione delle politiche potrebbe parimenti aver accresciuto la credibilità del regime amministrato dei cambi del Brasile e accentuato il suo ruolo nel promuovere una crescita non inflazionistica. Inoltre, dato che l'inflazione era scesa al disotto del tasso di graduale deprezzamento della valuta, si sono attenuati i timori circa

perdite di competitività potenzialmente insostenibili. Per contro, i principali settori in cui permangono incertezze sono il controllo della finanza pubblica a livello dei singoli Stati e i perduranti alti tassi d'interesse reali. Questi ultimi comportano ingenti costi per il servizio del debito e hanno ripercussioni indesiderabili su crescita e occupazione. In effetti, il tasso di disoccupazione è salito all'8¼% agli inizi del 1998, il livello più alto dalla metà degli anni ottanta.

Le turbolenze valutarie si estendono al Cile

Negli ultimi anni l'evoluzione in *Cile* è stata caratterizzata da politiche prudenti che hanno prodotto un'elevata crescita del PIL, il graduale rientro dall'inflazione, consistenti avanzi di bilancio, un sano sistema finanziario e, fino a un'epoca recente, disavanzi correnti modesti. Ciò nonostante, la tempesta finanziaria alla fine del 1997 ha investito anche l'economia cilena. I timori degli investitori riguardavano soprattutto le possibili ripercussioni sul saldo corrente della notevole esposizione della bilancia commerciale verso la regione asiatica nel suo insieme e del crollo del prezzo di molti dei suoi principali beni d'esportazione, in particolare del rame. Il cambio rispetto al dollaro, mantenutosi stabile per gran parte dell'anno, è stato lasciato scendere di quasi il 10% tra la fine di ottobre e gli inizi del 1998. In aggiunta, la politica monetaria è diventata maggiormente restrittiva, e i tassi d'interesse della banca centrale sono saliti da una media del 6½% nei primi tre trimestri del 1997 a oltre l'8% a fine marzo.

Resilienza finanziaria in Argentina

Lo scorso anno, la crescita del PIL in *Argentina* è accelerata all'8%; la disoccupazione, lievitata sulla scia della crisi del peso messicano, ha iniziato a diminuire e il Piano di convertibilità introdotto nel 1991 e basato sull'ancoraggio fisso della moneta nazionale al dollaro, ha continuato ad assicurare la stabilità dei prezzi. La disciplina di bilancio è migliorata, mentre i tassi d'interesse interni hanno proseguito la lenta discesa interrotta solo temporaneamente dalla crisi finanziaria a fine 1997. Particolarmente indicativa della crescente resilienza finanziaria dell'economia è stata la totale assenza durante i recenti episodi di turbolenza, contrariamente alla crisi finanziaria del 1995, di segnali che mostrassero la volontà dei residenti di abbandonare il peso a favore di depositi denominati in dollari. Quale salvaguardia contro un potenziale cambiamento di umore degli investitori nel caso di un ampliamento del disavanzo corrente (3% del PIL nel 1997), agli inizi del 1998 le autorità si sono impegnate a rispettare un rigoroso programma del FMI per il prossimo triennio, sebbene il ricorso alle risorse del FMI fosse previsto soltanto nel caso di instabilità del mercato. Elementi chiave di questo programma sono ulteriori progressi nella riforma del mercato del lavoro e l'abbandono delle imposte sul monte salari, entrambi ritenuti necessari complementi del regime di cambio fisso.

Sfide per le politiche in Messico

Una disciplina di bilancio e una politica monetaria incentrata sul graduale rientro dall'inflazione hanno creato il necessario clima di stabilità in cui l'economia del *Messico*, trainata dal settore dei tradables, è stata in grado di espandersi del 7% lo scorso anno e l'inflazione ha potuto scendere al 16% a fine anno. A causa della forte ripresa delle importazioni, la bilancia commerciale si è portata in passivo e il disavanzo corrente si è avvicinato al 2% del PIL. L'indebolimento dei prezzi del petrolio agli inizi del 1998 e la crescente concorrenza asiatica negli USA hanno minacciato di aggravare questa tendenza e potrebbero avere implicazioni in ordine al dosaggio del duplice obiettivo di preservare la competitività commerciale e di ridurre l'inflazione. Solo alla fine del 1997, quando le turbolenze

sui mercati finanziari internazionali hanno esercitato pressioni al ribasso sul cambio, si è interrotto il costante apprezzamento reale nel corso del precedente biennio. Nel contempo però, il deprezzamento ha suscitato qualche timore presso la banca centrale circa un possibile impatto inflazionistico. A metà marzo 1998, sono state inasprite le condizioni di liquidità ed è probabile che un ulteriore effetto restrittivo provenga dai tagli alla spesa pubblica decisi in risposta alla più lenta crescita del gettito indotta dal calo dei prezzi del petrolio.

Un altro difficile compito sarà quello di promuovere ulteriormente il rafforzamento di un sistema finanziario interno tuttora gravato dal problema degli ingenti crediti in sofferenza. In Messico gran parte degli investimenti nell'ultimo biennio sono stati finanziati dagli utili non distribuiti o da fonti esterne, dato che le banche nazionali hanno drasticamente tagliato il credito. Nondimeno, la realizzazione di una crescita sostenibile potrebbe dipendere da un'ulteriore ricapitalizzazione e dalla ricostituzione di riserve da parte del settore bancario nazionale, così da porre le premesse per una ripresa dell'espansione del credito interno.

Africa e Medio Oriente

Nel 1997 in Africa la crescita è rallentata di riflesso alle avverse condizioni atmosferiche, al calo dei prezzi delle materie prime e all'instabilità sociale e politica in alcune aree del continente. Anche le ripercussioni negative delle turbolenze finanziarie in Asia sia sui prezzi delle materie prime che sul costo del finanziamento estero hanno contribuito a deprimere le prospettive di crescita. Nonostante l'attuale rallentamento, negli ultimi anni i risultati economici in molti paesi africani sono migliorati per effetto di una maggiore disciplina macroeconomica e di un crescente impegno all'attuazione di riforme strutturali. Tipico esempio ne sono i paesi dell'area del franco CFA e vari paesi dell'Africa meridionale, dove la crescita nell'ultimo biennio si è situata in media tra il 5 e il 10%, mentre l'inflazione è costantemente calata.

Sudafrica

In Sudafrica lo sviluppo economico è sensibilmente decelerato a meno del 2% nel 1997, mentre l'inflazione era scesa al 6% a fine anno. La stabilizzazione della crescita del credito bancario (sia pur su livelli elevati), la caduta dell'inflazione e il miglioramento della bilancia dei pagamenti hanno consentito un certo allentamento della politica monetaria nell'ultima parte del 1997 e nuovamente agli inizi del 1998. Recentemente sono state modificate anche le procedure operative della politica monetaria allo scopo di renderla maggiormente orientata al mercato.

Arabia Saudita

Nel 1997 la crescita del PIL in Arabia Saudita si è assestata attorno al 2½% poiché i prezzi del petrolio sono rimasti relativamente sostenuti sino a fine anno e quelli al consumo si sono praticamente stabilizzati. Mentre il disavanzo pubblico si è ridotto a circa il 3½% del PIL, rispetto al 10% dei primi anni novanta, il previsto ulteriore risanamento potrebbe rivelarsi più difficoltoso alla luce del recente forte calo del prezzo del petrolio.

Israele

In Israele, il rallentamento congiunturale della crescita del PIL al 2%, nonché l'inasprimento monetario e fiscale, hanno ridotto l'inflazione al 7% lo scorso anno e hanno contribuito alla contrazione del disavanzo commerciale. A metà 1997

il regime di cambio è stato modificato, consentendo un progressivo ampliamento della fascia di fluttuazione. Inoltre, a partire dal maggio 1998, sono state eliminate quasi tutte le restrizioni sulle operazioni in moneta estera effettuate da residenti.

Recenti andamenti economici e finanziari nelle economie in transizione

Il 1997 ha dimostrato ancora una volta che la transizione non è un processo agevole, né tanto meno lineare. La crescita nella Repubblica Ceca è fortemente rallentata e la Bulgaria e la Romania hanno dovuto affrontare gravi recessioni. Per contro, la crescita si è mantenuta vigorosa in Polonia, negli Stati baltici e in Ungheria e la Russia ha finalmente registrato un'espansione dell'economia ufficiale. Esaminando il processo di transizione sin dal suo inizio, i progressi sono evidenti in un sempre maggior numero di economie, con un notevole restringimento dei differenziali di crescita e soprattutto di inflazione (grafico III.6).

Sulla scia delle crisi asiatiche, molte economie della regione, segnatamente Estonia, Russia e Ucraina, sono state esposte al repentino cambiamento di umore degli investitori. Generalmente però gli effetti di contagio sono rimasti modesti, soprattutto per la diffusa disponibilità a innalzare i tassi d'interesse interni al fine di stabilizzare i cambi.

Europa orientale

Nel complesso, la crescita nell'Europa orientale è rimasta relativamente modesta nell'ultimo biennio, mentre l'inflazione sembra essersi stabilizzata a un livello alquanto elevato rispetto agli altri paesi. Quest'ultimo risultato è attribuibile in parte alla liberalizzazione dei prezzi precedentemente amministrati e in parte alle spinte inflazionistiche nel settore dei servizi. I livelli di disoccupazione sono rimasti sostanzialmente invariati, comportando un continuo drenaggio per le finanze pubbliche.

Risoluto aggiustamento in Ungheria

Gli andamenti economici e finanziari però hanno differito significativamente a seconda dei paesi. Le risolute politiche di aggiustamento adottate dall'*Ungheria* a partire dal 1995 per correggere gli squilibri destabilizzanti del bilancio pubblico e delle partite correnti hanno iniziato a dare frutti. Il passivo corrente è sceso dal 9% del PIL nel 1994 al 2% lo scorso anno e progressi sono stati realizzati anche nella riduzione del deficit di bilancio. Il problema dei crediti in sofferenza, che aveva vincolato l'attività bancaria negli anni precedenti, si è ulteriormente attenuato (grafico III.7). Nel 1998 un minore tasso di deprezzamento mensile del cambio e l'azione esortativa del governo a favore di una maggiore moderazione negli accordi salariali mirano a contrastare più efficacemente la tuttora elevata inflazione del paese.

Crisi valutaria nella Repubblica Ceca

Nella prima parte del 1997, la sensazione di carenze nell'attuazione delle riforme strutturali e gli insuccessi sul piano della politica fiscale hanno generato una crisi di fiducia nell'economia *ceca*. In particolare, i timori si sono concentrati sul persistere di un insufficiente rigore di bilancio a livello di imprese, sul pesante indebitamento all'estero di banche e imprese, sulla fragilità finanziaria che trova riflesso nell'ampio volume dei crediti in sofferenza e nello sviluppo alquanto

frammentario di un quadro giuridico per le transazioni finanziarie. Sullo sfondo del rapido apprezzamento reale del cambio e del connesso ampliamento del disavanzo corrente, la corona è divenuta oggetto di crescenti pressioni speculative. Sia pure in misura più modesta, anche le percezioni degli investitori istituzionali che le attività finanziarie ceche e thailandesi appartenessero alla stessa categoria di rischio (Capitolo VI) ha reso vulnerabile la corona alle pressioni sul baht agli inizi del 1997. Nonostante massicci interventi ufficiali e una stretta monetaria, alla fine di maggio la banca centrale è stata costretta ad abbandonare la fascia di oscillazione del cambio. Il tempestivo inasprimento fiscale, l'ulteriore restrizione monetaria e un rafforzamento del sistema di vigilanza finanziaria hanno contribuito notevolmente a riportare la calma, sia pur al prezzo di un rallentamento della crescita.

Forte crescita in Polonia

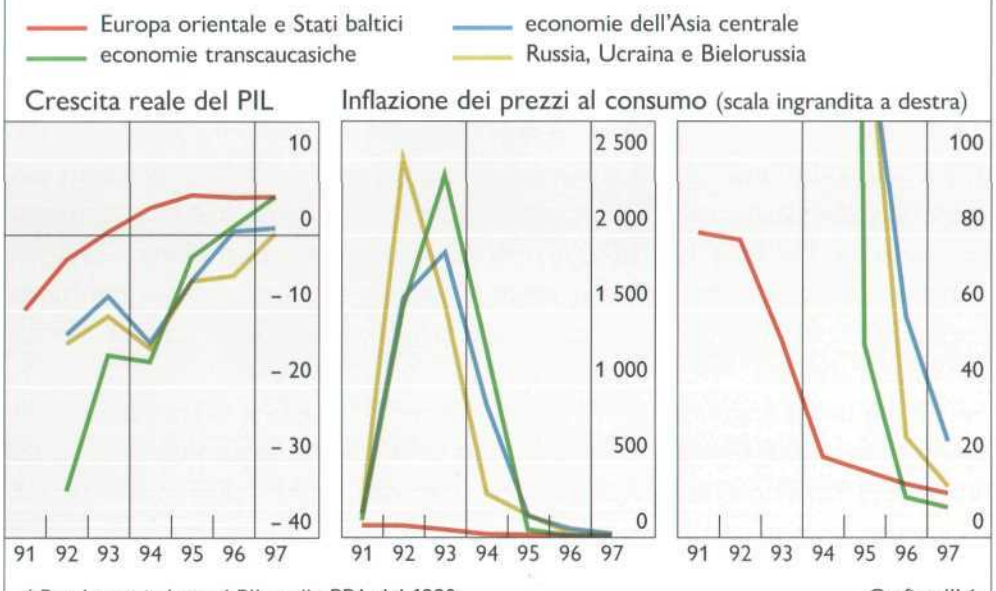
La *Polonia* ha potuto evitare significative battute d'arresto dall'avvio del processo di transizione. Il PIL è cresciuto del 7% nel 1997, il sesto anno consecutivo di forte espansione. Più di recente, però, sono stati espressi timori riguardo all'ampliamento del disavanzo corrente alimentato principalmente dalle forti importazioni e dalla rapidissima crescita reale del credito al settore privato (grafico III.7). Per contrastare i connessi rischi di surriscaldamento, la politica monetaria è stata più volte inasprita durante il 1997, innalzando gli obblighi di riserva e i tassi d'interesse ufficiali. In aggiunta, nel febbraio 1998 è stato ampliato il margine per un apprezzamento del cambio in termini reali, in quanto il tasso di svalutazione mensile dello zloty è stato ridotto ed è stata allargata la fascia di fluttuazione.

Effetti del "currency board" in Bulgaria

L'introduzione di un regime di "currency board" nel luglio scorso ha fatto crollare il tasso d'inflazione mensile della *Bulgaria* da un picco del 240% nel febbraio 1997 a circa il 2% un anno dopo. Le riserve valutarie hanno mostrato una ripresa durante il 1997 con l'ampliarsi dell'avanzo corrente e l'affluire di

Crescita del PIL e inflazione nelle economie in transizione*

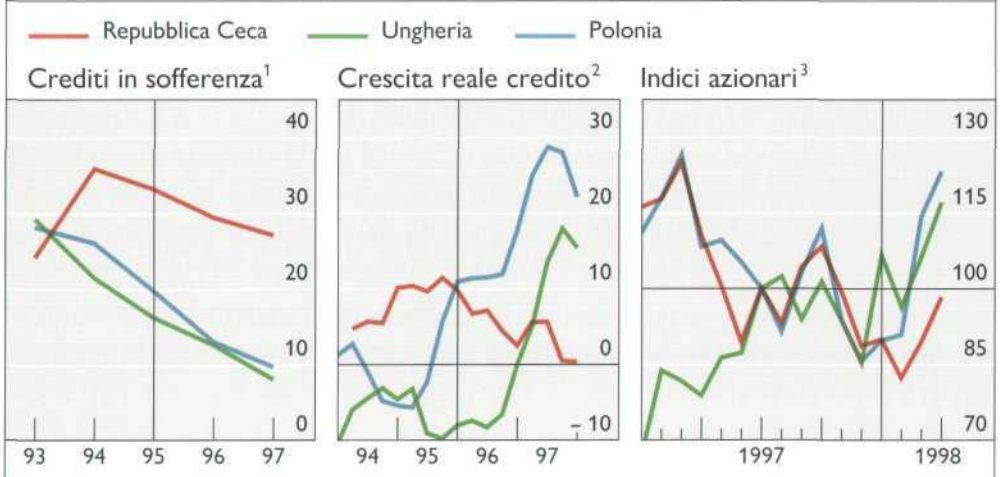
In percentuale



* Ponderate in base al PIL e alle PPA del 1990.

Grafico III.6

Indicatori finanziari nell'Europa orientale



[1] In percentuale dei crediti totali. [2] Variazioni su quattro trimestri del credito al settore privato corrette per il tasso d'inflazione annuo, in percentuale. [3] Giugno 1997 = 100. Grafico III.7

ingenti fondi attratti dalle privatizzazioni. Tuttavia, il costo dell'aggiustamento è stato un altro anno di grave contrazione economica: il PIL è sceso del 7½% dopo un calo dell'11% nel 1996.

Russia

La crescita diventa positiva

Trainata dall'espansione del consumo delle famiglie, lo scorso anno la crescita è diventata leggermente positiva per la prima volta dall'inizio della transizione. I dati ufficiali sul PIL potrebbero persino sottostimare tale espansione in quanto si ritiene che la vasta economia sommersa abbia avuto una crescita vigorosa. A fine 1997 l'inflazione risultava scesa all'11%, un risultato che regge bene il confronto con quelli di molte economie dell'Europa orientale. La prassi generalizzata a partire da metà 1995 di adeguare gradualmente e di frequente il cambio del rublo rispetto al dollaro USA ha lasciato il posto agli inizi del 1998 a un nuovo regime. La parità centrale è stata fissata a 6,2 rubli per dollaro per i prossimi tre anni, consentendo però al tasso di cambio di fluttuare all'interno di una fascia di oscillazione del 15% in entrambi i sensi rispetto ad essa. A metà aprile 1998, il cambio si situava a 6,1 rubli per dollaro. Poiché negli ultimi tre anni il tasso di cambio effettivo reale si è apprezzato di un fattore due, un ulteriore contenimento dell'inflazione contribuirebbe in misura notevole alla sostenibilità del nuovo regime valutario.

Modifica del regime di cambio

Ripercussioni della crisi asiatica

A seguito della crisi asiatica, i corsi azionari sono crollati di quasi il 50% e per la prima volta vi sono stati massicci ritiri di fondi investiti sul mercato dei buoni del Tesoro da parte di non residenti. In ottobre e novembre i mercati internazionali sono stati praticamente preclusi alle emissioni russe. Oltre ad intervenire sui mercati valutari, la banca centrale ha reagito a tali pressioni innalzando il tasso di rifinanziamento indicativo a un massimo del 42% agli inizi del febbraio 1998. Per evitare futuri shock, sono stati accresciuti gli obblighi di riserva sui depositi in valuta e sono stati posti limiti all'indebitamento estero delle banche nazionali. Dato che il pagamento degli interessi assorbiva circa il 50% del gettito fiscale, l'aumento dei tassi d'interesse ha prodotto un immediato

e forte impatto sul bilancio pubblico. Sono stati quindi compiuti sforzi per ridurre la spesa e assecondare così la politica monetaria restrittiva. Nel marzo 1998 la maggior parte dell'effetto di contagio sembrava essere stata superata: le riserve internazionali sono cresciute, i tassi d'interesse sono stati ridotti ed è ripreso il finanziamento bancario internazionale.

Restano seri problemi da risolvere

Molti punti di debolezza continuano a rendere problematico il processo di transizione in Russia. In primo luogo, occorre porre su una base più sana le finanze pubbliche. Sebbene i tassi di riscossione delle imposte siano lievemente aumentati lo scorso anno, la base impositiva è rimasta ristretta in parte a causa della diffusa economia sommersa. Nel 1997 il deficit federale ha raggiunto il 7% del PIL e il bilancio per il 1998 prevede un passivo pari a quasi il 5%. In secondo luogo, il diffondersi di una cultura del non-pagamento, insieme all'inefficienza dei sistemi di pagamento (più del 40% delle vendite industriali avviene sotto forma di baratto), continua a ostacolare l'attività delle imprese, mentre la conseguente demonetizzazione complica l'attuazione della politica monetaria. In terzo luogo, è possibile che i grandi gruppi finanziario-industriali (che concorrono fino al 50% degli introiti in valuta forte della Russia) cerchino di rallentare la transizione verso un'economia di mercato con parità di condizioni concorrenziali dal momento che essi godono di speciali privilegi, tra cui franchigie fiscali. Si teme in particolare che tali gruppi possano utilizzare la loro influenza per rallentare i progressi verso migliori criteri di governo societario e un più sano sistema di vigilanza bancaria. Infine, il recente indebolimento dei prezzi del petrolio sottolinea come, data la tuttora elevata incidenza delle esportazioni di petrolio sul totale delle esportazioni, le finanze pubbliche e l'economia siano fortemente vulnerabili di fronte a forti spostamenti nelle ragioni di scambio.

IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Aspetti salienti

Lo scorso anno i responsabili della politica monetaria nelle due maggiori economie hanno continuato a operare in situazioni cicliche fortemente differenziate. Negli Stati Uniti il principale quesito che si poneva era se la Riserva federale dovesse inasprire le condizioni monetarie. Tuttavia, data la notevole incertezza circa il grado di eccesso di domanda e il perdurante basso livello dell'inflazione, è stato deciso di non agire in tal senso. Per contro, in Giappone i tassi d'interesse a breve sono rimasti invariati a livelli eccezionalmente bassi sotto l'influsso di un'ingente immissione di liquidità da parte della Banca del Giappone. Nel corso dell'esercizio finanziario terminante nel marzo 1998 il governo ha annunciato nuove misure, fra cui lo stanziamento di fondi pubblici a sostegno del sistema finanziario.

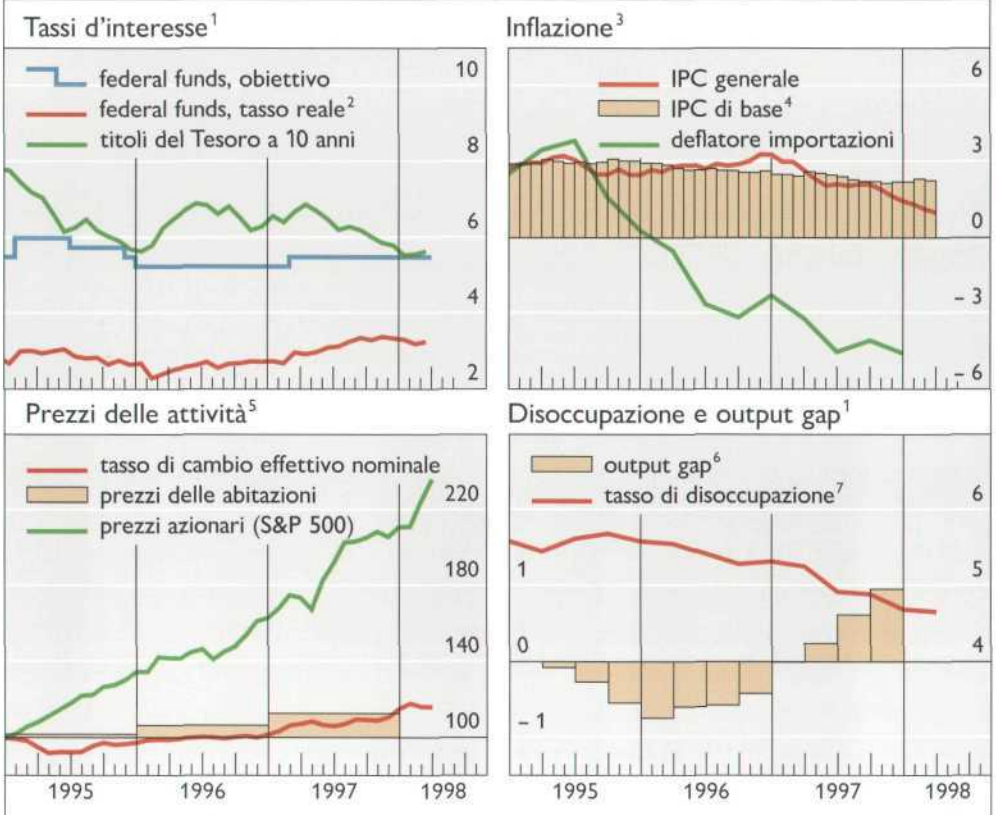
Gli andamenti economici nei paesi che parteciperanno all'Unione economica e monetaria europea (UEM) sono stati parimenti caratterizzati da significative differenze congiunturali, ma anche da un'ulteriore convergenza dei tassi d'inflazione e d'interesse (si veda anche il Capitolo II). Il fatto che i tassi a breve debbano raggiungere un livello comune entro l'avvio della UEM nel gennaio 1999 sta sempre più influenzando i tassi correnti. Il processo di convergenza ha permesso alle autorità di Italia, Spagna e Portogallo, i cui tassi d'interesse erano superiori al livello medio dell'area UEM, di allentare la politica monetaria. In Irlanda, Finlandia e Paesi Bassi, che si trovano in uno stadio più avanzato del ciclo e le cui condizioni monetarie sono state inasprite, la convergenza dei tassi a breve verso bassi livelli può comportare rischi inflazionistici. Anche in un certo numero di paesi con obiettivi espliciti di inflazione i tassi hanno dovuto essere innalzati per prevenire l'accumularsi di spinte inflazionistiche.

Il regresso dell'inflazione avvenuto in molti paesi negli anni novanta si è accompagnato a un notevole aumento della trasparenza della politica monetaria. Questo fenomeno è riconducibile all'opportunità di una maggiore responsabilizzazione parallelamente alla più ampia autonomia riconosciuta a molte banche centrali. Esso dovrebbe accrescere al tempo stesso l'efficacia della politica monetaria, laddove rafforza la reputazione della banca centrale e consente ai mercati finanziari di svolgere una funzione equilibratrice.

La politica monetaria negli Stati Uniti

Nel 1997 la Riserva federale ha dovuto far fronte a un dilemma nell'impostazione della politica monetaria. Mentre diversi indicatori segnalavano il rischio di un'inflazione crescente e la necessità di una politica più restrittiva, altri fattori inducevano a ritenere che l'orientamento non dovesse essere modificato.

Indicatori economici per gli Stati Uniti



[1] In percentuale. [2] Corretto per la variazione su 12 mesi dell'IPC di base. [3] Variazione annua in percentuale. [4] IPC esclusi i prodotti alimentari ed energetici. [5] Fine 1994 = 100. [6] Ordinata sinistra. [7] Ordinata destra.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali. Grafico IV.1

Il più importante fattore a favore di un inasprimento era l'ulteriore calo del tasso di disoccupazione al disotto del livello che in passato era associato a crescenti pressioni salariali. Tuttavia, oltre che dalle condizioni del mercato del lavoro, le prospettive a breve termine dell'inflazione possono essere influenzate anche da fattori quali i prezzi dei prodotti energetici e delle importazioni, i costi del lavoro non salariali e le variazioni nell'intensità delle pressioni competitive interne ed esterne. Un tasso di disoccupazione inferiore al NAIRU ("non-accelerating inflation rate of unemployment") può quindi essere temporaneamente compatibile con un'inflazione stabile. Inoltre, si è reputato possibile che il NAIRU stesso si sia spostato verso il basso in seguito a cambiamenti comportamentali e di altra natura sui mercati del lavoro. Il Federal Open Market Committee (FOMC) ha pertanto ritenuto che le condizioni più tese sul mercato del lavoro non segnalassero di per sé un imminente aumento dell'inflazione.

Il calo della disoccupazione ...

Una seconda considerazione a sostegno dell'opportunità di inasprire le condizioni monetarie era il continuo rialzo dei prezzi delle azioni con il rischio di un'eccessiva espansione dei consumi. Tuttavia, sebbene i crescenti prezzi delle attività incrementino la ricchezza, la spesa per consumi dovrebbe in teoria reagire solo nella misura in cui le famiglie percepiscono tali guadagni di ricchezza come permanenti. Poiché i corsi azionari sono volatili, è possibile che le loro variazioni siano scontate dai consumatori, specie nel breve periodo. I prezzi degli immobili residenziali, che sono molto meno variabili a breve termine e che quindi

... e i rialzi azionari segnalano la necessità di un inasprimento monetario ...

possono influenzare più direttamente la percezione della ricchezza, sono aumentati solo di poco lo scorso anno. È quindi ipotizzabile che il rialzo dei corsi azionari sovrastimi gli effetti delle variazioni di ricchezza sulla domanda aggregata.

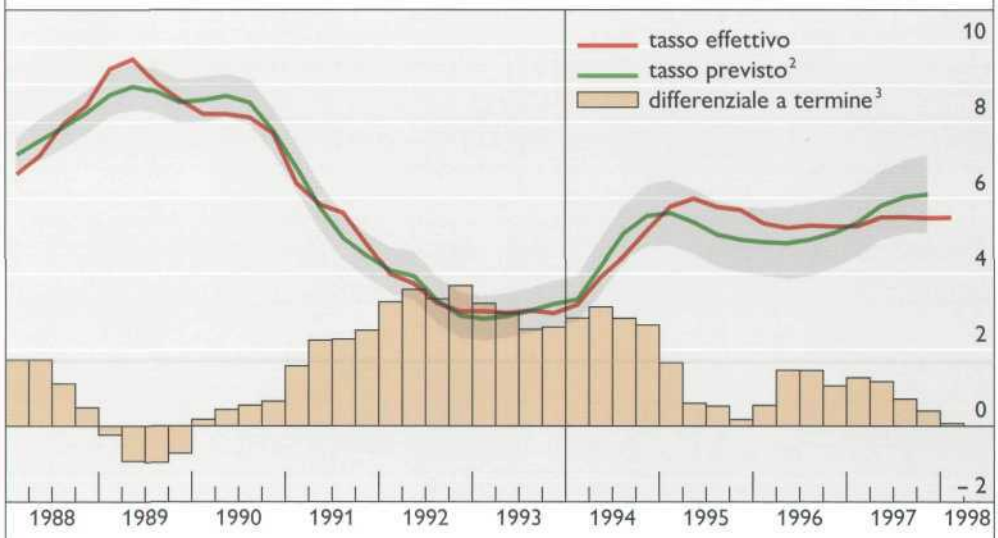
... non così l'inflazione calante e la crisi asiatica

Mentre il calo della disoccupazione e i crescenti prezzi delle azioni potevano segnalare la necessità di un inasprimento monetario, altri fattori indicavano che l'orientamento della politica continuava a essere appropriato. Prevalente su tutti era il fatto che le pressioni inflazionistiche, misurate da una gamma di indici, continuavano a diminuire: l'inflazione di base era scesa dal 2,5% nel primo trimestre 1997 al 2,3% un anno dopo e l'indice generale dei prezzi al consumo dal 2,9 all'1,5% durante lo stesso periodo. Tuttavia, nella misura in cui queste diminuzioni erano influenzate dall'apprezzamento del dollaro e dalla debolezza dei prezzi del petrolio e di altre materie prime, le spinte inflazionistiche potevano intensificarsi a medio termine, qualora queste forze transitorie si fossero attenuate o addirittura invertite. Le perturbazioni economiche in Asia avrebbero esercitato a loro volta un effetto moderatore sull'inflazione globale a causa di una minore domanda di importazioni e dei decrescenti prezzi delle materie prime, e ciò era un ulteriore elemento che faceva apparire ingiustificata una nuova stretta monetaria.

In definitiva l'orientamento della politica è lasciato invariato

Dopo aver soppesato gli argomenti pro e contro un inasprimento della politica monetaria, e considerando altresì che i tassi d'interesse reali erano saliti in seguito al calo dell'inflazione (grafico IV.1), il FOMC ha deciso di lasciare il tasso dei federal funds al livello fissato nel marzo 1997. Nel valutare l'orientamento della politica monetaria negli Stati Uniti lo scorso anno, va altresì tenuto conto che in termini sia nominali sia reali il tasso dei federal funds era salito considerevolmente nel 1994, allorché erano state adottate misure preventive per evitare un'accelerazione della dinamica dei prezzi. Tale inasprimento si era tradotto in un periodo di restrizione monetaria, evidenziata dall'appiattimento

Previsioni dinamiche del tasso dei federal funds[1]



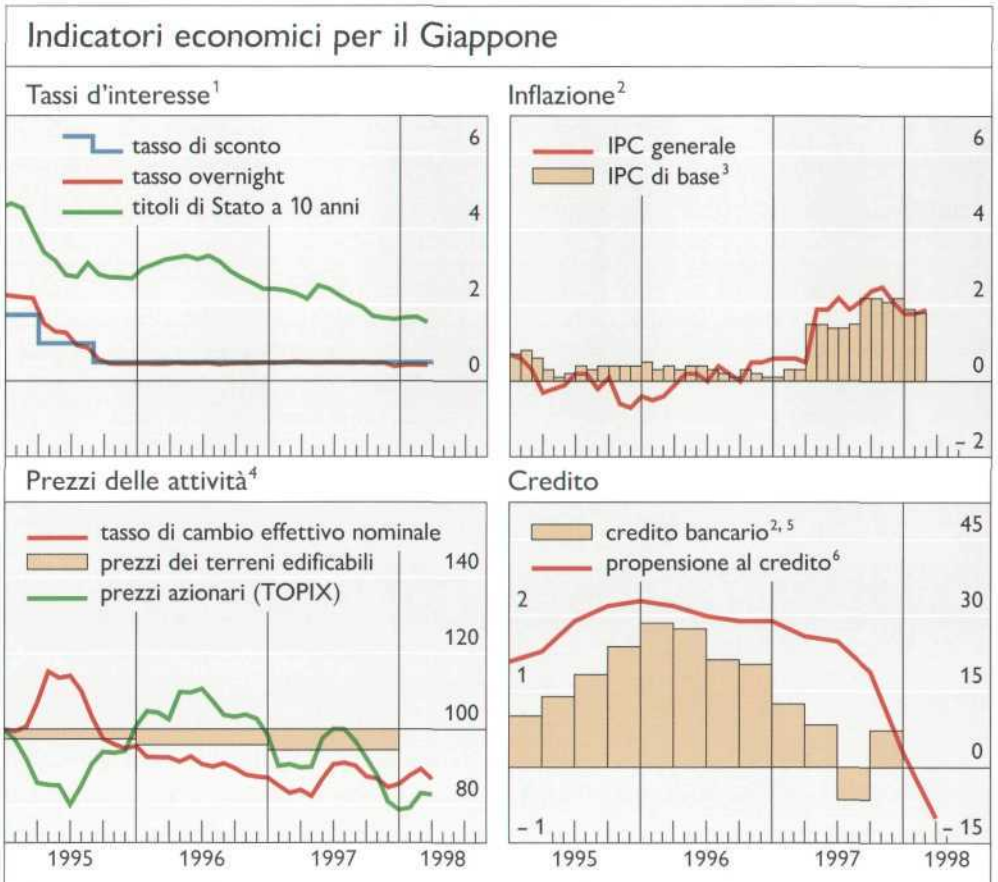
[1] Estrapolazioni ottenute usando una funzione di reazione applicata ai dati 1° trimestre 1988–4° trimestre 1993; la linea verticale indica la fine del periodo di stima. [2] La superficie ombreggiata individua gli intervalli di confidenza dell'80%. [3] Rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni meno tasso dei federal funds (effettivo).

Fonti: statistiche nazionali; stime BRI. Grafico IV.2

della curva dei rendimenti, nonché in un rallentamento della crescita reale nel 1995 e dell'inflazione nel 1996–97. È interessante notare che il raffronto con una serie di dati previsionali ottenuti applicando una semplice funzione di reazione ai dati effettivi sino a fine 1993 indica che, in seguito alla manovra preventiva di inasprimento, nel 1995 e nel 1996 il tasso dei federal funds superava in media di quasi 60 punti base il livello pronosticato sulla base dello stato dell'economia e del passato comportamento del FOMC (grafico IV.2). Tuttavia, a partire dalla fine del 1996 il valore previsto del tasso dei federal funds aumenta rapidamente di riflesso al vigore dell'attività economica e, nonostante il rialzo dei tassi d'interesse agli inizi del 1997, sale al disopra del tasso effettivo.

La politica monetaria in Giappone

In Giappone l'attività economica ha subito una brusca caduta nel secondo trimestre 1997 ed è rimasta stagnante nei mesi successivi, cosicché nell'arco dell'anno il PIL misurato sul quarto trimestre si è contratto dello 0,25%. I principali fattori alla base della debolezza dell'economia sono stati l'aumento dell'imposta sui consumi nell'aprile 1997, i tagli alla spesa pubblica e le crescenti incertezze circa la stabilità del sistema finanziario. Il ristagno economico trova



[1] In percentuale. [2] Variazione annua in percentuale. [3] IPC esclusi i prodotti alimentari ed energetici. [4] Fine 1994 = 100. [5] Al settore privato non finanziario; ordinata sinistra. [6] Delle istituzioni finanziarie; saldo percentuale delle risposte affermative e negative; ordinata destra.

Fonti: Banca del Giappone, "Short-term Economic Survey" ("Tankan"); statistiche nazionali. Grafico IV.3

peraltro riflesso nel basso tasso d'inflazione dei prezzi al consumo che, al netto dell'incremento d'imposta, è risultato per il 1997 sostanzialmente pari a zero, e nei rendimenti obbligazionari che hanno toccato il loro minimo storico.

I timori a riguardo dei rischi di controparte ...

In novembre, in seguito al fallimento di diverse istituzioni finanziarie, sono emersi seri timori a riguardo del rischio di credito nel mercato interbancario. In risposta, il tasso overnight ha decisamente superato il tasso ufficiale di sconto, è aumentato il "premio Giappone" – la maggiorazione di tasso d'interesse richiesta alle banche giapponesi sull'euromercato – ed è sceso il rendimento sui buoni del Tesoro, sostanzialmente esenti da rischio creditizio. Al fine di riportare il tasso overnight al disotto del TUS, che dal 1995 è mantenuto allo 0,5%, la Banca del Giappone ha fornito abbondante liquidità al sistema. Come contropartita, dal lato del passivo del bilancio della banca centrale si è avuto un forte incremento del circolante, nonché un accumulo assai inusuale di riserve libere delle banche. Ciò fa ritenere che abbiano agito i timori per la stabilità del sistema finanziario e, forse, l'emergere di una "trappola della liquidità" keynesiana.

In presenza di prezzi sostanzialmente stabili, non sono possibili tassi d'interesse reali a breve di segno negativo. La Banca del Giappone ha perciò avuto difficoltà nell'allentare le condizioni monetarie in misura sufficiente a stimolare la crescita. Il problema è stato acuito dalle forti spinte recessive provenienti dalla diffusa debolezza del settore finanziario e dalle difficoltà di bilancio presenti in altri comparti dell'economia, che hanno generalmente limitato l'efficacia della manovra monetaria.

... e del razionamento del credito ...

Durante lo scorso anno si sono avute crescenti indicazioni di un progressivo inasprirsi del razionamento creditizio. Ciò è confermato dall'indagine "Tankan" (grafico IV.3), che mostra come le imprese mutuatarie abbiano avuto la percezione di un atteggiamento vieppiù restrittivo delle istituzioni finanziarie, nonostante il livello straordinariamente basso dei tassi d'interesse controllati dalle autorità monetarie. Al tempo stesso, è rallentata sensibilmente l'espansione del credito aggregato.

Vari fattori hanno agito da freno sulla volontà e sulla capacità delle banche giapponesi di accordare prestiti. Il più importante è l'ampio volume di sofferenze lasciato in retaggio dalla passata "bolla speculativa". Lo stralcio dei crediti inesigibili abbassa il grado di copertura patrimoniale e riduce la capacità di accordare finanziamenti. Un secondo fattore va ricercato nella perdurante debolezza dei corsi azionari dopo lo scoppio della crisi asiatica. Poiché le banche hanno finora potuto conteggiare come patrimonio parte delle plusvalenze latenti sui titoli quotati, il calo dei prezzi azionari ha reso più stringenti i vincoli di capitale. In risposta, esse potrebbero aver operato una ricomposizione del proprio portafoglio a scapito dei prestiti alle imprese e in favore di impieghi soggetti a coefficienti patrimoniali più bassi. Un terzo fattore che può aver ridotto l'offerta di credito risiede nella serie di riforme ("Big Bang") che dovrebbero entrare in vigore fra il 1998 e il 2001. Tali riforme comporteranno una più serrata concorrenza fra le banche e l'inasprimento dei requisiti prudenziali. Poiché le istituzioni finanziariamente più solide avranno un vantaggio concorrenziale nel nuovo contesto operativo, le banche sono incentivate ad applicare criteri creditizi più rigorosi.

Varie misure sono state annunciate per affrontare i profondi e persistenti problemi che affliggono il settore finanziario. Sono state modificate le regole per

la valutazione delle proprietà immobiliari delle banche – molte delle quali erano state acquisite ben prima del forte rincaro degli anni ottanta – per consentire il loro computo ai prezzi correnti di mercato. Le banche potranno anche scegliere di iscrivere le disponibilità azionarie al valore di mercato oppure al valore contabile, il che le dispenserà dall'ammortizzare le eventuali perdite a fronte del portafoglio titoli. Inoltre, saranno impiegati fondi pubblici per un ammontare di ¥30 trilioni al fine di ricapitalizzare l'ente di assicurazione dei depositi e le banche. Infine, nell'aprile 1998 è entrata in vigore la politica di "pronta azione correttiva", che sarà applicata a tutte le banche, eccetto alcune istituzioni operanti sul mercato interno, che ne saranno esentate per un anno. Queste misure, assieme a iniziative per migliorare la trasparenza in merito alle perdite su crediti delle banche e a indicazioni di una maggiore disponibilità a chiudere le imprese bancarie e non bancarie dissestate, non possono che essere accolte con favore, data l'esigenza di attenuare le incertezze riguardanti la stabilità del sistema finanziario.

... portano all'adozione di misure per risolvere i problemi del settore finanziario

La politica monetaria nell'area della UEM

Le posizioni cicliche dei paesi che parteciperanno all'Unione economica e monetaria nel gennaio 1999 – Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna – differiscono ancora sensibilmente, nonostante la notevole convergenza realizzata in termini di inflazione e di rendimenti obbligazionari. Sul restringimento dei differenziali d'interesse hanno influito in modo significativo l'interazione del consolidamento fiscale e delle crescenti aspettative che la UEM avrebbe preso avvio con una larga partecipazione.

Differenti posizioni cicliche

Durante lo scorso anno i tassi d'interesse a breve determinati dalle autorità monetarie hanno parimenti continuato a convergere, tendendo ad allinearsi con quelli tedeschi. Questa evoluzione è desiderabile per l'Italia, la Spagna e il Portogallo. Per contro, nei Paesi Bassi, in Irlanda e in Finlandia la convergenza accresce il rischio che aumentino le pressioni inflazionistiche.

Germania, Francia, Belgio e Austria

Le condizioni economiche in Germania, Francia, Belgio e Austria sono rimaste sostanzialmente simili nel 1997 (si veda anche il Capitolo II). L'espansione in Germania si è rafforzata rispetto al 1996, sebbene abbia perso slancio in corso d'anno. La crescita reale ha segnato un'accelerazione in Francia, Belgio e Austria. Sebbene ciò abbia in parte colmato l'output gap nei quattro paesi, questo continua a essere consistente, specie in Francia.

Rafforzamento dell'espansione economica

Pur rimanendo bassi, i tassi d'inflazione nelle quattro economie hanno mostrato tendenze divergenti. In Germania l'indice dei prezzi al consumo per l'intero paese è cresciuto leggermente, a causa soprattutto del rincaro delle importazioni collegato alla debolezza del cambio e degli aumenti dei prezzi amministrati. In Francia, Belgio e Austria l'inflazione al consumo è invece scesa a livelli molto bassi. In risposta alle emergenti spinte inflazionistiche, a metà ottobre la Bundesbank ha innalzato dal minimo storico del 3,0 al 3,3% il tasso delle operazioni temporanee. Tale mossa è stata seguita da aumenti dei tassi

d'interesse in Austria, Belgio e Francia, aumenti che erano considerati auspicabili alla luce dell'accelerazione dell'attività economica e che sono serviti anche a contenere le pressioni sui tassi di cambio all'interno degli AEC.

Irlanda, Finlandia e Paesi Bassi

Crescita vigorosa e necessità di una restrizione monetaria

Gli andamenti economici in Irlanda, Finlandia e Paesi Bassi, che si trovano tutti in una fase avanzata del ciclo, illustrano bene il tipo di situazione che potrebbe determinarsi in seno alla UEM nel caso di sviluppi reali asimmetrici. Lo scorso anno, con un tasso di crescita del PIL reale del 10,3% in Irlanda, del 5,9% in Finlandia e del 3,0% nei Paesi Bassi, e il connesso pericolo di un'accelerazione dell'inflazione dei prezzi al consumo, i responsabili delle politiche dei tre paesi si sono trovati nella necessità di attuare condizioni più restrittive di quelle ritenute appropriate in Francia e in Germania.

In Irlanda la politica monetaria è stata inasprita nel maggio dello scorso anno alla luce della rapida espansione dell'attività economica e di un aumento dei prezzi delle attività. In seguito, nel marzo 1998 la parità centrale della sterlina irlandese è stata rivalutata del 3% all'interno degli AEC. Nei Paesi Bassi, dove durante l'estate e l'autunno del 1997 l'inflazione era salita per effetto delle accresciute pressioni esogene sui prezzi, le autorità hanno corretto le condizioni monetarie in senso restrittivo in marzo, luglio e ottobre, innalzando il tasso di rifinanziamento dal 2,7 al 3,3%. La Banca di Finlandia ha inasprito la politica monetaria nel settembre 1997, e nuovamente nel marzo di quest'anno, di fronte all'accresciuto rischio di un'accelerazione dell'inflazione risultante dal deprezzamento del tasso di cambio effettivo del marco finlandese e dal rapido esaurirsi dei margini di capacità produttiva.

Italia, Spagna e Portogallo

Decrescenti tassi d'interesse e d'inflazione

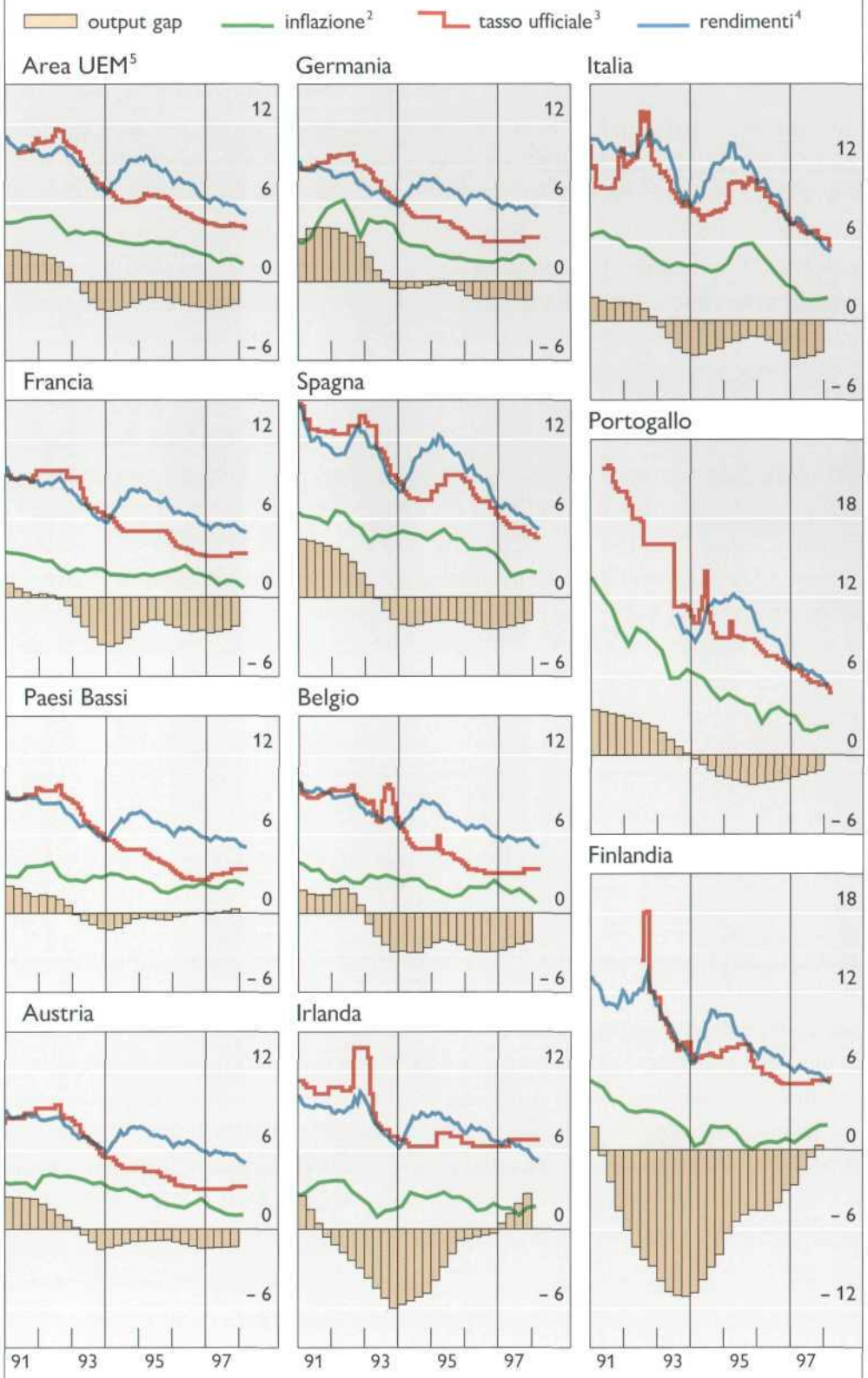
Per contro, la convergenza al ribasso dei tassi d'interesse a breve è stata vista con favore in Italia, Spagna e Portogallo, paesi in cui i tassi erano stati mantenuti alti per ridurre le spinte inflazionistiche e assicurare la stabilità del cambio, facilitando così la transizione verso la UEM, ma dove l'output gap era rimasto consistente. In presenza di un netto rallentamento dell'inflazione dei prezzi al consumo e di un corrispondente declino dei rendimenti a lungo termine, in tutti e tre i paesi è stato possibile ridurre i tassi a breve in misura considerevole. Il graduale allentamento delle condizioni monetarie intervenuto negli ultimi anni ha fornito un significativo impulso alla ripresa economica. Infatti, in Italia nel quarto trimestre 1997 la crescita su base annua raggiungeva il 2,8%. La ripresa è stata altrettanto vigorosa in Spagna e Portogallo, con tassi di crescita superiori al 3% nel 1997. L'output gap è rimasto comunque elevato.

Le questioni di politica monetaria nella fase di avvicinamento alla UEM

La decisione presa agli inizi del maggio 1998 di procedere all'istituzione della UEM, solleva diverse questioni pratiche riguardanti la conduzione della politica monetaria. Una di esse origina dal fatto che, mentre i tassi d'inflazione sono per lo più analoghi tra i futuri membri della UEM, l'output gap e l'orientamento della

Output gap, inflazione e tassi d'interesse nei paesi della UEM[1]

In percentuale



[1] Escluso il Lussemburgo. [2] Variazione su quattro trimestri dei prezzi al consumo (definizioni nazionali). [3] Per l'Irlanda, tasso delle facilitazioni a breve termine; per il Portogallo, tasso di intervento; per la Finlandia, tasso sui crediti di liquidità; per gli altri paesi si veda la tabella IV.1. [4] Obbligazioni di Stato rappresentative (solitamente a dieci anni). [5] Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 1990.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali. Grafico IV.4

politica monetaria differiscono ancora notevolmente (grafico IV.4). Poiché i tassi a breve dovranno convergere verso un comune livello per il gennaio 1999, molta attenzione viene consacrata alla scelta del livello appropriato per il tasso ufficiale della Banca centrale europea (BCE).

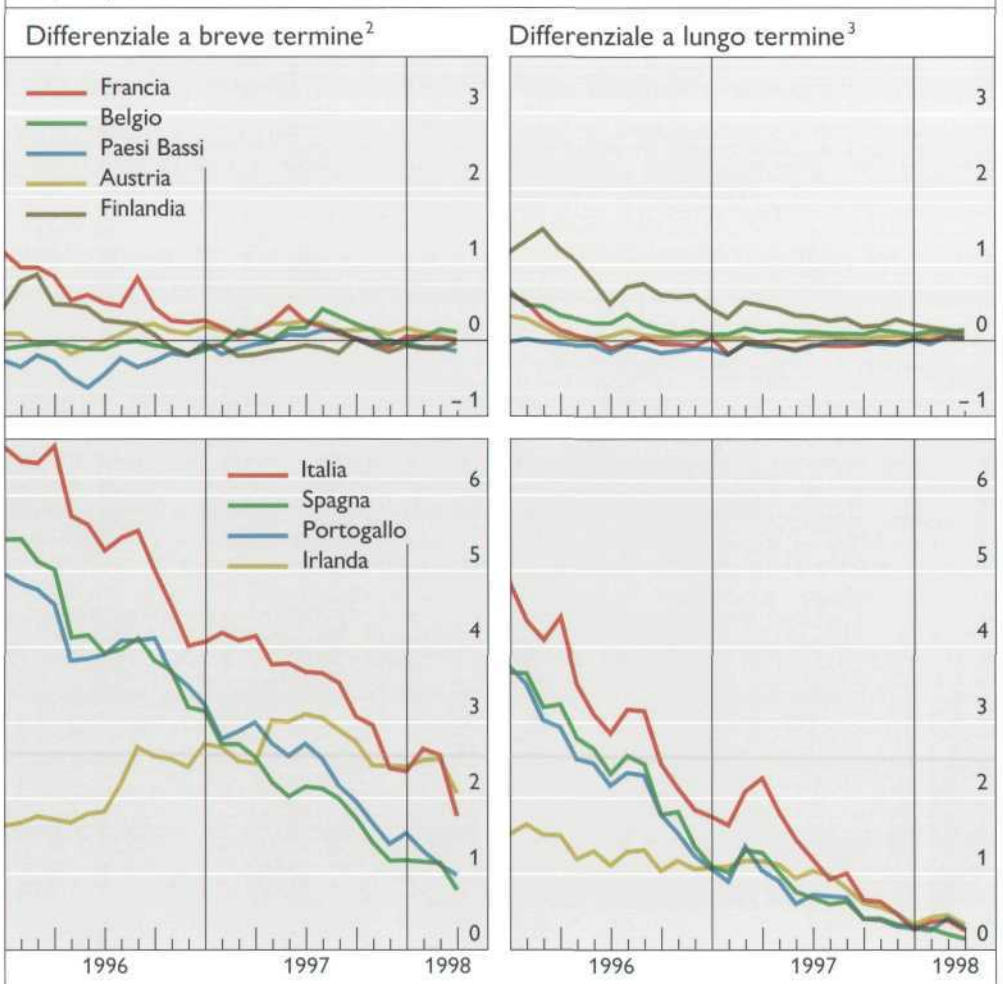
Un'altra questione concerne la scelta della strategia di politica monetaria che dovrà essere seguita dalla BCE. Data la possibilità che sorgano complicazioni transitorie all'indomani dell'avvio della UEM, è probabile che inizialmente la politica debba essere condotta in modo alquanto eclettico. Un'ultima considerazione riguarda il grado di trasparenza della politica della BCE. Tali questioni verranno trattate in seguito.

L'impostazione della politica monetaria

Il grafico IV.5 mostra un'ampia convergenza dei tassi d'interesse a breve in sette degli undici paesi della UEM. Tuttavia, in Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna essi superano ancora di 100–200 punti base quelli prevalenti nell'area UEM.

Convergenza nei paesi della UEM[1]

In punti percentuali



[1] Escluso il Lussemburgo. [2] Dei tassi a tre mesi rispetto ai tassi tedeschi. [3] Dei rendimenti delle obbligazioni di Stato rispetto ai rendimenti tedeschi.

Fonte: statistiche nazionali. Grafico IV.5

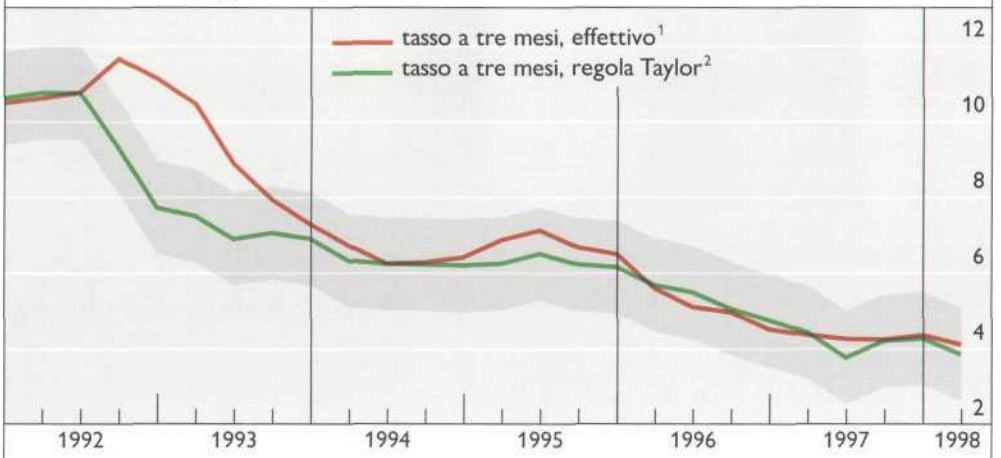
Per illustrare il problema della determinazione di un singolo tasso d'interesse a breve nella UEM, il grafico IV.6 riporta la media ponderata in base al PIL dei tassi a tre mesi all'interno di quest'area. A fine 1997 la media superava di circa 0,7 punti percentuali i tassi dei paesi con i livelli più bassi. Il grafico indica anche un ipotetico tasso d'interesse UEM, derivato dalla "regola Taylor", la quale presume che le autorità monetarie innalzino i tassi d'interesse ogniqualvolta il prodotto aumenta oltre il potenziale e/o l'inflazione supera l'obiettivo programmato. Il tasso d'interesse è calcolato usando l'output gap ponderato per il PIL e l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo nell'area UEM, riportati nel grafico IV.4, e assumendo un tasso reale di equilibrio stimato del 3,55% (grafico IV.6, nota 2) e un obiettivo inflazionistico del 2%. Se si esclude il periodo di perturbazione negli AEC durante il 1992–93, i tassi a breve effettivo e implicito non si discostano molto e si situano a circa il 3,8% nel primo trimestre 1998. Ciò indica che, dati i valori medi dell'output gap e dell'inflazione nell'area UEM, se il tasso pronti contro termine della BCE fosse fissato al livello dei paesi con i tassi più bassi nella primavera del 1998, esso sarebbe chiaramente al disotto di quello calcolato secondo la regola Taylor. Vi sono tuttavia almeno due ragioni per cui questo calcolo potrebbe sovrastimare il livello appropriato dei tassi a breve nell'area UEM.

La "regola Taylor" ...

... potrebbe sovrastimare il livello appropriato dei tassi d'interesse

Anzitutto, sebbene in Italia, Spagna e Portogallo i tassi relativamente alti rispecchino l'esigenza di controllare le spinte inflazionistiche, essi sono anche indicativi del desiderio di evitare sviluppi indesiderati sul mercato dei cambi. Dopo la selezione dei membri iniziali della UEM, nel maggio 1998, è probabile che i tassi d'interesse possano essere ridotti in quei paesi, senza incorrere in grossi rischi di volatilità dei cambi. Il tasso medio UEM del grafico potrebbe quindi sottostimare la misura in cui i tassi d'interesse riuscirebbero ad avvicinarsi a quelli dei paesi con i livelli più bassi.

Tassi d'interesse nell'area UEM: tasso effettivo e tasso implicito secondo la regola Taylor



[1] Media ponderata dei tassi a tre mesi nei paesi della UEM (escluso il Lussemburgo). [2] La regola Taylor ipotizza un obiettivo di inflazione del 2% e un tasso d'interesse reale di equilibrio del 3,55%, stimato regredendo i tassi d'interesse reali a tre mesi osservati rispetto al tasso medio di deprezzamento del cambio nei confronti del marco tedesco, in base ai dati di 13 paesi europei per il periodo 1982–1997. Il tasso d'interesse reale di equilibrio è uguale al valore stimato, in ipotesi di assenza di deprezzamento. La superficie ombreggiata indica gli intervalli di confidenza dell'80%, determinati in funzione della deviazione standard dai valori stimati.

Fonti: statistiche nazionali; stime BRI. Grafico IV.6

In secondo luogo, nel valutare il livello appropriato dei tassi a breve, va riconosciuto che l'inflazione è rimasta molto bassa e che la BCE potrebbe godere di una credibilità maggiore di quella conseguita in passato da singole banche centrali. Poiché una più alta credibilità riduce l'importanza che il pubblico annette alle condizioni economiche correnti nel formulare le previsioni di inflazione, mentre aumenta il peso attribuito all'obiettivo inflazionistico a lungo termine della banca centrale, i tassi d'interesse nominali potrebbero calare senza alcun pericolo di riaccendere l'inflazione. In tal caso, sarebbe appropriato che i tassi a breve convergessero verso un livello più basso di quanto altrimenti opportuno.

Oltre a queste considerazioni, vi sono vari altri fattori con implicazioni non chiare sul livello di convergenza appropriato dei tassi d'interesse a breve. Ad esempio, gli indicatori macroeconomici impiegati nella formulazione della politica monetaria non sempre sono perfettamente comparabili fra i paesi. Se, come appare plausibile, la reattività dell'inflazione all'output gap varia a seconda dei paesi, è necessario tener conto di queste differenze. Più in generale, è possibile che altri nessi nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria differiscano all'interno dell'area UEM. Così, la sensibilità della domanda aggregata ai tassi a breve può essere senz'altro diversa a seconda della struttura per scadenze dei contratti di debito in essere, della quota relativa dei finanziamenti a tasso variabile e della posizione finanziaria dei settori. In linea di principio, anche queste differenze dovrebbero essere prese in considerazione nel determinare il tasso a breve UEM. È inoltre importante ricordare che in molti paesi i tassi d'interesse e d'inflazione sono scesi a livelli non più riscontrati da decenni. È quindi possibile che le stime dei canali nazionali di trasmissione basate su dati di periodi precedenti con inflazione e tassi d'interesse più elevati non siano del tutto pertinenti nel contesto attuale.

Infine, con una moneta comune all'interno della UEM, viene meno la capacità delle autorità nazionali di assorbire shock dal lato dei salari e dei prezzi attraverso un successivo deprezzamento del cambio. Incrementi eccessivi delle retribuzioni avranno pertanto ripercussioni più dirette sulla disoccupazione. Il riconoscimento di queste mutate circostanze potrebbe modificare, anche se probabilmente in modo molto graduale, il processo di formazione dei prezzi e dei salari nei paesi partecipanti, e ciò potrebbe a sua volta influire sul meccanismo di trasmissione.

Il quadro operativo della politica monetaria

Targeting monetario e targeting diretto dell'inflazione

Una seconda questione da decidere riguarda la scelta da parte della BCE del quadro operativo della politica monetaria. Al momento di andare in stampa, pare che la BCE adotterà un sistema che combina elementi del targeting monetario e del targeting diretto dell'inflazione. Sebbene le due strategie siano diverse sul piano teorico, in pratica la differenza dovrebbe essere modesta.

In primo luogo, si prevede che la BCE definirà pubblicamente ciò che intende per stabilità dei prezzi. In considerazione del suo mandato, questa definizione è destinata a influenzare fortemente le aspettative inflazionistiche del pubblico, anche nel caso in cui sia adottato un approccio basato su obiettivi di espansione monetaria. In secondo luogo, gli aggregati monetari sono spesso impiegati come variabili informative anche nei paesi che adottano obiettivi

espliciti di inflazione. Analogamente, le banche centrali che impiegano obiettivi monetari, si sono basate su di essi per orientare la politica a medio termine, consentendo al tempo stesso che le prospettive inflazionistiche a breve termine svolgessero un ruolo importante nella fissazione dei tassi d'interesse.

Un'altra ragione per cui nella pratica la distinzione tra le strategie basate rispettivamente su obiettivi monetari e di inflazione risulterebbe probabilmente modesta, quanto meno all'inizio, è che l'istituzione della UEM potrebbe accompagnarsi a considerevoli cambiamenti strutturali nelle economie partecipanti, in particolare nei relativi settori finanziari. È quindi possibile che le relazioni della domanda di moneta siano soggette a importanti mutamenti (si veda anche il Capitolo VI). Mentre la strategia basata su obiettivi monetari richiede una sicura conoscenza del comportamento della domanda di moneta per stabilire le fasce obiettivo e determinare quali interventi sono necessari per conseguire gli obiettivi, potrebbe essere difficile interpretare e controllare gli aggregati nel periodo immediatamente successivo all'istituzione della UEM. Del pari, la fissazione di obiettivi inflazionistici implica l'elaborazione di un quadro previsivo per l'inflazione al fine di determinare l'evoluzione dei tassi a breve necessaria a realizzare gli obiettivi. Ove il processo inflazionistico cambiasse in modo non prevedibile dopo l'introduzione dell'euro, ciò potrebbe rendere temporaneamente difficoltosa una conduzione della politica monetaria basata su obiettivi di inflazione. Indipendentemente dal fatto che la BCE adotti obiettivi in termini di inflazione o di aggregati monetari, oppure una combinazione di entrambi, è pertanto probabile che inizialmente la politica monetaria debba essere condotta in modo eclettico, facendo uso di una vasta gamma di indicatori.

Probabile conduzione eclettica della politica monetaria

Paesi con obiettivi di inflazione

Sviluppi sul piano istituzionale

Lo scorso anno i paesi industriali che impiegano obiettivi di inflazione dichiarati hanno continuato a perfezionare il quadro di riferimento della loro politica. Il 6 maggio 1997 il nuovo governo britannico ha annunciato che avrebbe riconosciuto piena autonomia operativa alla Banca d'Inghilterra. In precedenza, il ruolo della Banca nella politica monetaria era consultivo, mentre la decisione finale in materia di tassi d'interesse ufficiali spettava al Cancelliere dello Scacchiere. Secondo la nuova regolamentazione, alla Banca d'Inghilterra è attribuita la piena responsabilità di formulare la politica monetaria in funzione del conseguimento di un obiettivo inflazionistico. Il precedente proposito di mantenere l'inflazione al disotto del 2,5% è stato sostituito da un obiettivo puntuale del 2,5%. Anche se il governo ridefinirà questo obiettivo in occasione di ciascun bilancio annuale, si prevede che esso sarà mantenuto stabile.

Nuovo quadro operativo nel Regno Unito ...

Qualora l'inflazione si discosti dall'obiettivo di oltre 1 punto percentuale in entrambe le direzioni, il Governatore della Banca è tenuto a inviare una lettera aperta al Cancelliere in cui vengono indicate le cause dello scostamento e la risposta sul piano della politica monetaria. Questa procedura dovrà essere ripetuta ogni tre mesi fintanto che persiste lo scarto. La nuova disciplina

ammette esplicitamente che vi siano deviazioni inevitabili dall'obiettivo puntuale dovute alla non perfetta controllabilità dell'inflazione, pur stabilendo che sia la banca centrale a dover rispondere di tali scostamenti. Nello stesso tempo, essa concentra l'attenzione (della banca centrale e degli altri operatori economici) sull'obiettivo puntuale, e ciò facilita la convergenza delle aspettative inflazionistiche.

Le decisioni di politica monetaria sono ora demandate al Monetary Policy Committee che a ranghi completi è composto da nove membri: il Governatore, due Vice Governatori, due Direttori della Banca d'Inghilterra e quattro membri indipendenti nominati dal Cancelliere. Il Comitato si riunisce ogni mese e i verbali delle riunioni sono resi pubblici a distanza di sei settimane. L' "Inflation Report" della Banca rispecchia ora il punto di vista del Comitato sulle prospettive inflazionistiche ed espone i criteri su cui si basano le decisioni di politica monetaria.

... e cambiamenti minori in Svezia, Canada e Nuova Zelanda

In Svezia è stato presentato in Parlamento, nel novembre scorso, un progetto del governo che conferisce forza di legge all'obiettivo della banca centrale di salvaguardare il valore della moneta. Nell'intento di rendere più trasparente il messaggio contenuto nei rapporti sull'inflazione, e in analogia alla prassi seguita nel Regno Unito e in Nuova Zelanda, le previsioni inflazionistiche sono ora formulate sotto forma di un sentiero previsto per l'inflazione nel successivo biennio, più un margine di incertezza. In Canada l'attuale fascia obiettivo dell'1–3% fissata per l'inflazione è stata prorogata nel febbraio 1998 sino alla fine del 2001. Questa proroga di tre anni consente di estendere l'orizzonte temporale entro il quale l'economia può dimostrare più chiaramente la sua capacità di ottenere risultati soddisfacenti in condizioni di bassa inflazione. L'obiettivo appropriato di lungo periodo coerente con la stabilità dei prezzi verrà scelto alla luce di questa esperienza. Infine, in Nuova Zelanda i rapporti informativi sulla politica monetaria saranno diffusi su base trimestrale anziché semestrale per fornire con maggior frequenza agli operatori orientamenti ufficiali sulle prospettive inflazionistiche.

Sviluppi sul piano operativo

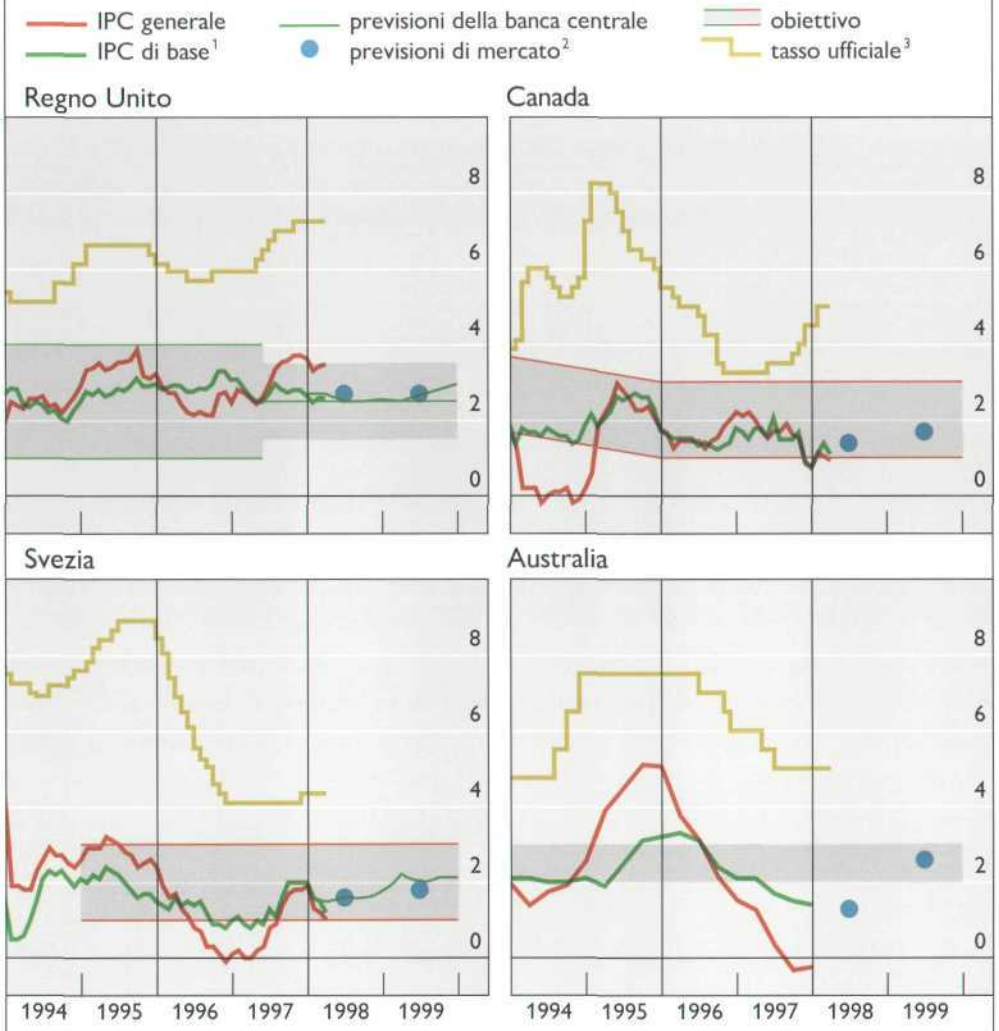
Nella maggior parte dei paesi con obiettivi espliciti di inflazione il compito primario per la politica monetaria è stato quello di promuovere condizioni monetarie che preservassero il favorevole andamento dell'inflazione nel corso dell'attuale fase espansiva, contribuendo in tal modo a protrarre nel tempo la crescita economica. A tal fine, è stato necessario innalzare i tassi ufficiali inizialmente bassi, sebbene i tempi dell'inasprimento monetario siano stati diversi nei vari paesi a seconda delle condizioni di partenza e degli effetti della crisi asiatica.

Rialzo dei tassi ufficiali nel Regno Unito ...

Nel Regno Unito il prodotto è cresciuto nel 1997 a un tasso di oltre il 2% per il quinto anno consecutivo. Di conseguenza, si stima che nel corso dell'anno lo scarto dal prodotto potenziale sia stato completamente colmato. Pertanto, dopo le elezioni di maggio e il riconoscimento dell'autonomia operativa della Banca d'Inghilterra, il Monetary Policy Committee ha innalzato i tassi d'interesse di 25 punti base per quattro volte, portandoli al 7%. Sommandosi al consistente apprezzamento della sterlina, ciò si è tradotto in un considerevole inasprimento della politica monetaria.

Inflazione e tassi ufficiali in alcuni paesi

In percentuale



Nota: i tassi d'inflazione sono misurati dalla variazione su 12 mesi dell'indice dei prezzi al consumo (IPC).

[1] Per il Regno Unito, indice dei prezzi al dettaglio, esclusi interessi sui mutui ipotecari; per il Canada, IPC esclusi prodotti alimentari ed energetici e imposte indirette; per la Svezia, IPC escluse imposte indirette e sussidi, oneri per interessi e, dopo il passaggio al cambio flessibile, effetti del deprezzamento; per l'Australia, IPC esclusi prodotti alimentari stagionali, petrolio, interessi ipotecari, tariffe pubbliche e altri prezzi volatili. [2] Del tasso medio annuo d'inflazione dell'IPC generale; sondaggi del marzo 1998. [3] Per la definizione dei tassi ufficiali impiegati, si veda la tabella IV.1.

Fonti: © Consensus Economics, Londra; statistiche nazionali. Grafico IV.7

... seguito da una pausa all'emergere di segnali contraddittori

Dopo questo aggiustamento iniziale, la politica monetaria ha dovuto far fronte a una situazione sempre più dilemmatica, a causa dei differenti segnali provenienti da un'esuberante domanda interna, alimentata dal rapido aumento della ricchezza, della moneta e del credito, e dalle forti pressioni frenanti sui prezzi nel settore dei tradables indotte dal considerevole apprezzamento della sterlina e, in minor misura, dagli effetti della crisi asiatica. Verso la fine dell'estate, il Comitato ha deciso di non inasprire ulteriormente le condizioni monetarie per valutare la direzione in cui si sarebbero più verosimilmente concretizzati i rischi. Tuttavia, poiché nel terzo trimestre sia l'inflazione sia la crescita del prodotto sono risultate superiori al previsto, nel novembre 1997 è stato deciso un nuovo

aumento dei tassi di 25 punti base. Il dilemma non si è dissipato nel primo trimestre 1998 e, per la prima volta nella sua breve storia, il Comitato ha deliberato non all'unanimità. Sebbene la previsione più probabile per l'inflazione nei successivi due anni si situasse al disopra dell'obiettivo e i rischi fossero sbilanciati nel senso di un aumento, il significativo margine di incertezza circa l'entità e i tempi dell'atteso rallentamento economico ha fatto pendere l'ago della bilancia a favore della decisione di non innalzare ulteriormente i tassi d'interesse.

Non infrequente avversione per le contromanovre dei tassi d'interesse

Un'altra ragione per il mantenimento dello status quo era il timore che, data tale incertezza, un aumento immediato dei tassi d'interesse dovesse essere annullato di lì a poco. Vi è una certa evidenza empirica del fatto che un'avversione per contromanovre di questo tipo non è infrequente nei paesi industriali. Generalmente le banche centrali muovono i tassi più volte nella stessa direzione prima di invertire la rotta. Per giunta, l'intervallo tra gli aggiustamenti è tipicamente molto più lungo quando viene operato un cambiamento di direzione (tabella IV.1). Poiché l'ampiezza della manovra al punto di svolta non è sistematicamente maggiore di quella attuata in altre occasioni, questo modello di comportamento rischia di essere interpretato come una tendenza a muoversi "troppo poco e troppo tardi". Una possibile motivazione di un simile comportamento è l'incertezza circa l'evoluzione dell'economia, nonché la velocità e intensità della trasmissione degli impulsi monetari. Tale incertezza è destinata a essere maggiore ai punti di svolta del ciclo dei tassi d'interesse. Un'altra ragione

Aggiustamenti dei tassi ufficiali

	Sequenza degli aggiustamenti											
	Numero di variazioni				Intervallo medio[1]				Variazione media[2]			
	+ +	+ –	– +	– –	+ +	+ –	– +	– –	+ +	+ –	– +	– –
Stati Uniti	6	1	2	22	41	108	321	39	0,46	0,25	0,25	0,28
Germania	65	31	31	107	22	24	34	14	0,25	0,19	0,12	0,15
Francia	8	5	6	86	47	72	77	31	0,51	0,40	0,83	0,21
Italia	9	6	6	24	122	182	121	83	1,31	0,88	0,96	0,73
Regno Unito	28	17	18	84	36	69	49	23	0,94	0,50	0,77	0,37
Canada	10	1	2	21	22	57	103	21	0,43	0,25	0,25	0,25
Spagna	4	5	4	33	56	72	67	35	0,42	0,24	0,35	0,38
Australia	2	1	1	17	43	413	264	67	1,00	0,50	0,75	0,79
Paesi Bassi	55	27	28	108	16	15	32	15	0,42	0,53	0,40	0,21
Belgio	9	7	8	82	17	10	82	10	0,45	0,24	0,34	0,14
Svezia	14	1	2	24	16	132	146	10	0,12	0,25	0,27	0,18
Austria	15	1	1	48	70	42	150	34	0,38	0,50	0,25	0,16

Nota: + + = due aumenti successivi (inasprimenti); + – = aumento seguito da riduzione; – + = riduzione seguita da aumento; – – = due riduzioni successive (allentamenti).

Tassi ufficiali e date iniziali dei periodi campione: Australia, tasso ufficiale di obiettivo, 23 gennaio 1990; Austria, GOMEX, 6 maggio 1985; Belgio, tasso centrale, 29 gennaio 1991; Canada, fascia operativa, 15 aprile 1994; Francia, tasso base PcT ("appel d'offres"), 4 gennaio 1982; Germania, tasso PcT, 19 giugno 1979; Italia, tasso di sconto, 1° gennaio 1978; Paesi Bassi, tasso sulle anticipazioni straordinarie, 1° gennaio 1978; Regno Unito, "Band 1 bank bills", 1° gennaio 1978; Spagna, tasso PcT, 14 maggio 1990; Stati Uniti, tasso obiettivo sui federal funds, 10 agosto 1989; Svezia, tasso PcT, 1° giugno 1994. Fine dei periodi campione, 31 marzo 1998.

[1] In giorni. [2] In punti percentuali. Tabella IV.1

per voler evitare frequenti inversioni dei tassi d'interesse è il desiderio di fornire una chiara guida ai mercati, sia per rafforzare la trasmissione lungo la curva dei rendimenti sia per non destabilizzare i mercati stessi. Una preoccupazione di particolare rilievo nelle recenti decisioni operative della Banca d'Inghilterra era che un improvviso cambiamento di rotta avrebbe potuto essere attribuito a mancanza di coerenza e a scarso discernimento e quindi pregiudicare la credibilità del nuovo processo di politica monetaria.

Mentre lo scorso anno l'inflazione effettiva è rimasta al disopra dell'obiettivo nel Regno Unito, essa si è collocata al disotto del punto mediano della fascia in Australia, Canada e Svezia. Nondimeno, in Canada una certa moderazione del grado di stimolo monetario era considerata necessaria, in quanto la Banca del Canada stimava che la forte crescita nel 1997 e nel 1998 avrebbe colmato lo scarto dal prodotto potenziale entro la fine del 1998. Tuttavia, i tempi del rialzo dei tassi ufficiali sono stati dettati prevalentemente dagli sviluppi sui mercati dei cambi. Verso la fine di giugno, allorché la perdurante debolezza del cambio aveva comportato un ulteriore allentamento delle condizioni monetarie, la Banca del Canada ha innalzato il bank rate di 25 punti base. A ciò è seguito un ulteriore aumento della stessa ampiezza in ottobre, poiché la rapida crescita della moneta in senso stretto, la crescente fiducia dei consumatori e la sostenuta dinamica degli investimenti aziendali facevano ritenere che l'espansione economica fosse maggiormente in grado di autosostentarsi.

Aumento dei tassi ufficiali in risposta al deprezzamento del cambio in Canada ...

Con l'estendersi della crisi asiatica verso la fine dell'anno, la Banca del Canada si è trovata a operare una scelta difficile. Da un lato, era avvertita l'esigenza di stabilizzare un cambio cedente attraverso un nuovo rialzo dei tassi ufficiali. Dall'altro, vi era il timore che il loro innalzamento avrebbe potuto accentuare gli effetti negativi prodotti dalla correzione verso il basso delle aspettative di crescita della domanda mondiale e dalla caduta dei prezzi delle materie prime. Infine, la Banca del Canada ha innalzato i tassi d'interesse in tre tappe fino al 5% nel febbraio di quest'anno, in quanto le ulteriori pressioni sul cambio minacciavano di compromettere la credibilità della banca centrale. Analogamente, in Nuova Zelanda i tassi d'interesse hanno reagito fortemente alla caduta del dollaro neozelandese nell'estate 1997 e nuovamente in ottobre. Tuttavia, in questo caso i tassi d'interesse sono aumentati in un contesto di graduale allentamento delle condizioni monetarie complessive di fronte all'attenuarsi delle spinte inflazionistiche.

... e Nuova Zelanda ...

Per contro, ma in sintonia con precedenti episodi, la Reserve Bank di Australia non ha reagito direttamente all'ampio deprezzamento subito dal dollaro australiano nello stesso periodo. La volontà di accettare un allentamento così forte delle condizioni monetarie probabilmente rispecchia una maggiore reattività dell'economia australiana ai prezzi delle materie prime (Capitolo VI), unitamente a una maggiore esposizione commerciale verso l'Asia rispetto al Canada o alla Nuova Zelanda. Nonostante le risposte differenziate di politica monetaria, in tutti e tre i paesi i tassi d'interesse a lungo termine sono diminuiti in linea con la discesa dei rendimenti mondiali.

... ma non in Australia

Infine, in Svezia il tasso pronti contro termine è stato aumentato di 25 punti base nel dicembre 1997, dato che le previsioni inflazionistiche per il 1999 indicavano un superamento del punto mediano della fascia obiettivo. Più di

Svezia

recente, le aspettative inflazionistiche continuavano a collocarsi leggermente al disopra di tale punto, pur tenendo conto degli effetti dell'aggravarsi della crisi asiatica (grafico IV.7). Nondimeno, la banca centrale ha deciso di astenersi da ulteriori rialzi, date le notevoli incertezze circa le implicazioni della crisi asiatica.

La trasparenza della politica monetaria

Una delle caratteristiche di maggior rilievo dei più recenti regimi basati su obiettivi inflazionistici è l'accresciuta trasparenza del quadro operativo della politica monetaria. L'evoluzione verso una maggiore trasparenza non si limita tuttavia ai paesi con obiettivi espliciti di inflazione; essa va vista anche alla luce dell'esigenza di una maggiore responsabilità che si accompagna alla più ampia autonomia di molte banche centrali e del rapido ritmo di sviluppo e di internazionalizzazione dei mercati finanziari. Quest'ultimo fenomeno ha accentuato il ruolo dei tassi d'interesse, dei tassi di cambio e di altri prezzi delle attività nella propagazione degli impulsi monetari. Poiché i prezzi delle attività sono altamente reattivi anche a fattori di aspettativa, può essere parimenti aumentata la vulnerabilità dei mercati finanziari di fronte a mosse di politica monetaria inattese, e ciò mette in risalto l'importanza della trasparenza.

Maggiore trasparenza sugli obiettivi della banca centrale ...

Nel considerare i vantaggi di una maggiore trasparenza, è utile stabilire anzitutto se tale trasparenza è riferita agli obiettivi della banca centrale, alla strategia da essa perseguita per conseguirli oppure al suo quadro operativo (strumentario e procedure per la definizione della politica monetaria). In linea generale, non sembra esservi disaccordo sull'utilità di rendere trasparenti gli

Trasparenza della politica monetaria

	G-3			Paesi con obiettivi di inflazione				
	US	JP[1]	DE	NZ	CA	GB	SE	AU
Obiettivi								
Obiettivo prioritario stabilità dei prezzi	N	N/S	S	S	S	S	S	S
Obiettivo quantificato	N	N/N	S[2]	S	S	S	S	S
Strategia								
Rapporti sull'inflazione	N	N/S	S	S	S	S	S	S
Regolari audizioni parlamentari	S	S/S	N	S[3]	S	S[3]	S	S
Obiettivi intermedi[4]	N	N/N	S	S	N	S	S	N
Procedure operative								
Annuncio decisioni	S	N/S	S[5]	S[6]	S	S	S[5]	S
Annuncio orientamento desiderato	N	N/N	N	S	N	N	N	N
Pubblicazione verbali[7]	S	N/S	N	N	N	S	N	N

US = Stati Uniti; JP = Giappone; DE = Germania; NZ = Nuova Zelanda; CA = Canada; GB = Regno Unito; SE = Svezia; AU = Australia. N = no, S = sì.

[1] La seconda lettera si riferisce alla nuova legge sulla Banca del Giappone, entrata in vigore nell'aprile 1998. [2] L'ipotesi di tasso d'inflazione a medio termine assunta per definire l'obiettivo di crescita monetaria è attualmente dell'1,5%. [3] Il Governatore della banca centrale risponde dinanzi al governo degli sconfinamenti dell'inflazione dalla fascia obiettivo. [4] Crescita di M3 in Germania; previsioni inflazionistiche pubblicate in Nuova Zelanda, Svezia e Regno Unito. [5] Attualmente le procedure d'asta a tasso fisso sono usate per segnalare chiaramente gli intendimenti di politica monetaria. [6] Ai fini dell'attuazione della politica monetaria, la banca centrale si avvale principalmente di dichiarazioni pubbliche, fra cui in particolare il "Monetary Policy Statement". [7] L'intervallo di tempo per la pubblicazione è di circa sei settimane negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre deve essere ancora deciso in Giappone. Tabella IV.2

obiettivi della banca centrale. La tendenza a una maggiore chiarezza a riguardo dell'obiettivo della stabilità dei prezzi è soprattutto evidente nei paesi con obiettivi espliciti di inflazione, ma è osservabile anche in altri paesi. Per esempio, la nuova legge sulla Banca del Giappone stabilisce chiaramente che il perseguimento della stabilità dei prezzi rappresenta l'obiettivo prioritario. Analogamente, nell'ambito dell'Istituto monetario europeo è stato concordato che, indipendentemente dalla decisione ultima del Consiglio della BCE circa la strategia appropriata, la BCE fornirà una definizione ufficiale del suo obiettivo finale di stabilità dei prezzi. Un'importante eccezione è rappresentata dagli Stati Uniti, dove varie proposte del Congresso volte a chiarire il mandato della Riserva federale non si sono finora tradotte in una nuova disciplina normativa.

... e sulla strategia operativa

Tuttavia, dati gli sfasamenti nel processo di trasmissione, la trasparenza dell'obiettivo della stabilità dei prezzi difficilmente può essere efficace nel guidare le aspettative di mercato se manca una maggiore apertura circa la strategia della banca centrale per conseguire tale obiettivo. Molte banche centrali hanno pertanto intensificato i propri sforzi per divulgare maggiormente il loro punto di vista sullo stato dell'economia e il processo di trasmissione della politica attraverso la pubblicazione di rapporti sull'inflazione, regolari audizioni parlamentari e dichiarazioni di alti funzionari. Un modo per facilitare la comunicazione in materia di strategia e di decisioni operative della banca centrale consiste nell'impiego di obiettivi intermedi. Tuttavia, l'utilizzo di target tradizionali per la crescita degli aggregati monetari o per i tassi di cambio è risultato spesso problematico a causa dell'instabilità delle relazioni con l'obiettivo finale o di una insufficiente controllabilità. Di conseguenza, un numero crescente di banche centrali ha iniziato a pubblicare previsioni inflazionistiche come forma alternativa agli obiettivi intermedi (tabella IV.2).

Vantaggi della trasparenza: promuove un dibattito pubblico consapevole ...

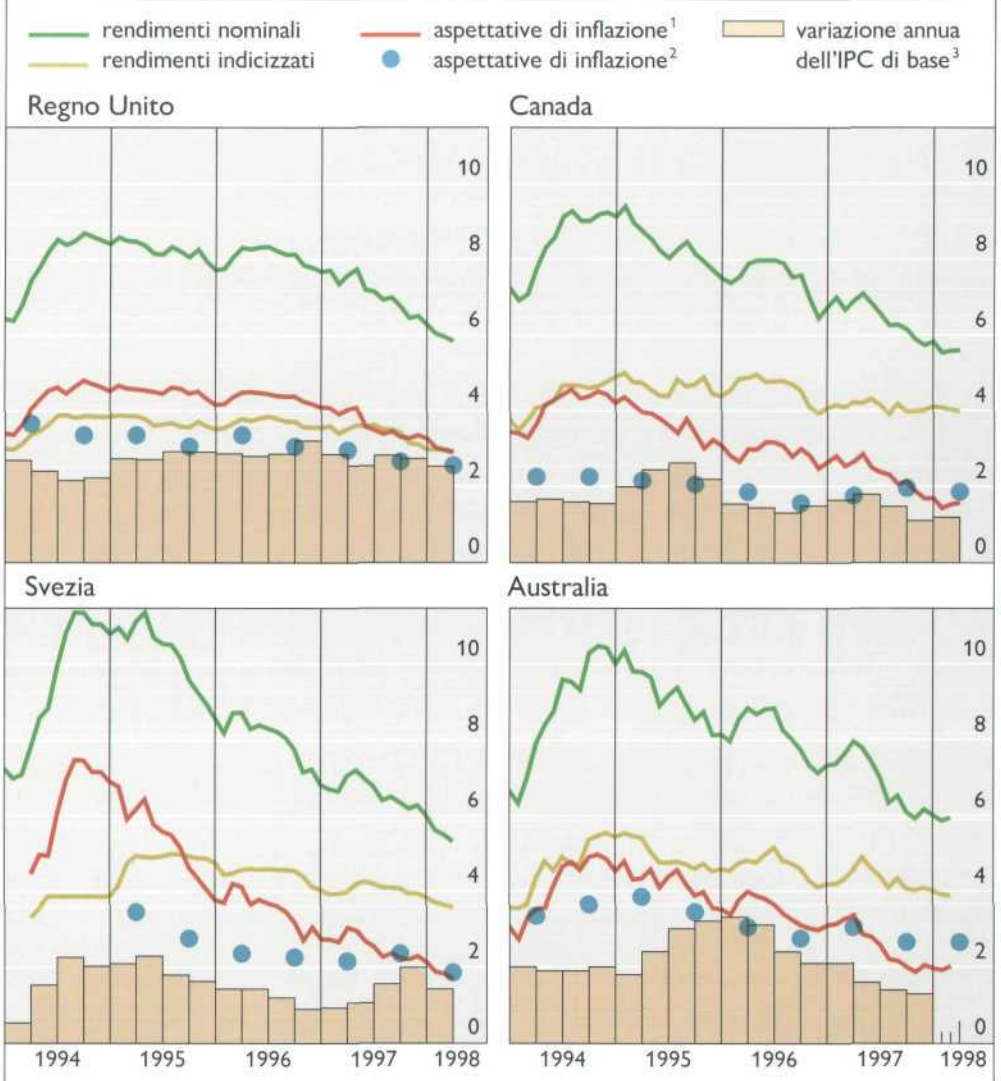
Una maggiore apertura presenta una serie di vantaggi. Anzitutto, richiede che la banca centrale espliciti i propri intendimenti sulla politica monetaria in modo più completo. In secondo luogo, promuove un dibattito pubblico intenso e consapevole sui vantaggi tecnici di decisioni alternative di politica monetaria. Entrambi questi sviluppi dovrebbero favorire una migliore conduzione della politica monetaria. Un terzo vantaggio è che la trasparenza sia degli obiettivi che della strategia accresce l'efficacia della politica monetaria, e ciò in due importanti modi.

... condiziona le aspettative inflazionistiche ...

In primo luogo, la trasparenza può condizionare le aspettative inflazionistiche, contribuendo a ridurre e/o contenere l'inflazione in presenza di shock di domanda o di offerta. Ciò avviene per lo più in quanto le aspettative inflazionistiche retroagiscono sul comportamento dei salari e dei prezzi. Il grafico IV.8 mostra l'andamento di diverse misure delle aspettative inflazionistiche a lungo termine in determinati paesi dopo l'adozione degli obiettivi di inflazione. Se è evidente che la credibilità degli obiettivi inflazionistici non è stata immediata, è altrettanto chiaro che a fine 1997 le aspettative di inflazione a lungo termine tendevano a convergere verso il punto mediano della fascia obiettivo. Inoltre, uno studio basato su sondaggi delle aspettative ha rivelato che la varianza degli errori previsionali è diminuita dopo l'introduzione degli obiettivi, anche se ciò può essere attribuito al comportamento più stabile dell'inflazione stessa. Infine, vi sono indicazioni che quando le aspettative sono maggiormente "ancorate"

Aspettative inflazionistiche a lungo termine, inflazione e rendimenti obbligazionari

In percentuale



[1] Rendimenti obbligazionari nominali meno rendimenti indicizzati. [2] Previsioni dell'inflazione media per i successivi dieci anni secondo sondaggi semestrali. [3] Per la definizione degli indici impiegati, si veda il grafico IV.7.

Fonti: © Consensus Economics, Londra; statistiche nazionali. Grafico IV.8

all'obiettivo di inflazione, il processo inflazionistico stesso diventa più vischioso. E ciò potrebbe spiegare perché in Canada l'inflazione non è scesa verso il limite inferiore della fascia obiettivo nel periodo 1995–97, nonostante un consistente margine di capacità produttiva.

... e permette ai mercati finanziari di svolgere un ruolo equilibratore

In secondo luogo, se i mercati finanziari hanno una migliore conoscenza della strategia della banca centrale, essi possono facilitarne il compito svolgendo un ruolo equilibratore in presenza di shock. Ad esempio, la notizia di uno shock dal lato della domanda che minaccia di rafforzare le spinte inflazionistiche potrebbe innescare una reazione immediata sui mercati valutari e obbligazionari, in quanto gli operatori sanno che questo shock sposta verso l'alto l'itinerario atteso dei futuri tassi d'interesse. Il conseguente apprezzamento del cambio e il

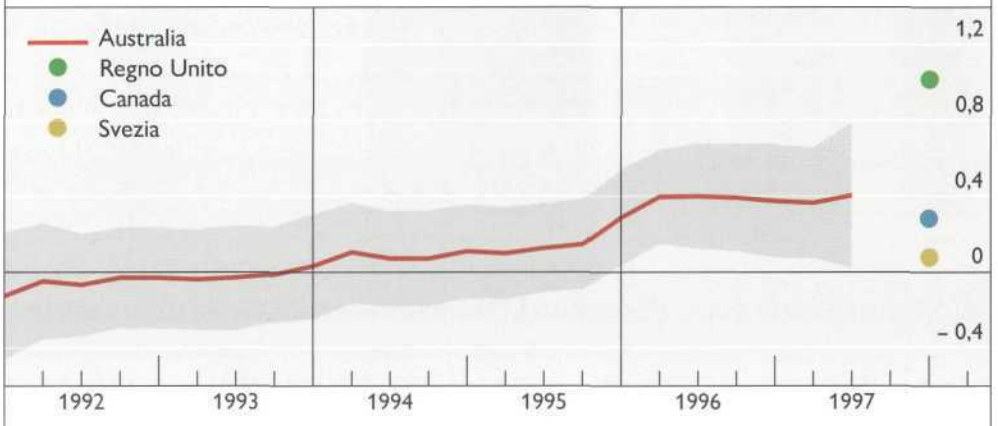
rialzo dei tassi a lungo termine tenderebbero allora a neutralizzare automaticamente parte delle incipienti pressioni inflazionistiche nell'economia. Il grafico IV.9 fornisce una certa conferma della validità di questa ipotesi. Esso mostra come dall'introduzione nel 1993 di un più trasparente regime basato su obiettivi inflazionistici in Australia, un incremento inatteso dell'inflazione abbia condotto generalmente a un apprezzamento del cambio, mentre non aveva avuto effetti significativi prima del nuovo regime. Un'analoga reazione del cambio può essere individuata anche per il Canada e il Regno Unito. Un'interpretazione dell'esperienza australiana è che quando le modalità di reazione della politica non sono trasparenti, un incremento inatteso dell'inflazione può produrre effetti opposti sul tasso di cambio, a seconda che si preveda che esso sia accettato o contrastato. Nel primo caso si avrà un deprezzamento nominale, nel secondo un apprezzamento reale.

Aumenta la trasparenza anche sull'orientamento corrente della politica ...

Come si può rilevare dalla tabella IV.2, il consenso è minore a riguardo della trasparenza delle procedure operative e delle deliberazioni interne di politica monetaria. Vi è stato nondimeno un graduale spostamento in favore di una maggiore trasparenza dell'orientamento corrente della politica. Dagli inizi degli anni novanta le banche centrali nella maggior parte dei paesi anglofoni hanno cominciato ad annunciare le modifiche dei loro obiettivi operativi. Ad esempio, dal gennaio 1990 la Reserve Bank di Australia comunica immediatamente qualsiasi cambiamento nel livello programmato del tasso overnight. Analogamente, negli Stati Uniti dal febbraio 1994 la modifica del livello desiderato dei federal funds viene resa nota il giorno della riunione del FOMC.

Questa strategia ha contribuito molto a eliminare le ambiguità circa l'orientamento corrente della politica. I mercati non possono più interpretare erroneamente un'operazione come indicativa di uno spostamento nella politica,

Reattività del tasso di cambio a variazioni inattese dell'inflazione



Nota: $\Delta x = \beta . \Delta\pi^{u} + \varepsilon_t$, dove β indica la reattività del tasso di cambio (Δx) rispetto al dollaro (per la Svezia, al marco tedesco) a una variazione inattesa dell'inflazione ($\Delta\pi^{u}$). $\Delta\pi^{u}$ è misurato come differenza fra la variazione mensile effettiva e attesa dei prezzi al consumo e Δx rappresenta la variazione del tasso di cambio seguita alla pubblicazione dei dati sui prezzi al consumo; un valore positivo indica un apprezzamento. Per l'Australia, regressione "rolling window" su cinque anni (dati trimestrali); la superficie ombreggiata indica gli intervalli di confidenza del 90% (si veda de Brouwer ed Ellis, "Research Discussion Paper" della Reserve Bank di Australia, n. 9803, 1998). Per gli altri paesi, stima puntuale per il periodo 1993–97 (dati mensili); i livelli di significatività sono rispettivamente 0,02, 0,13 e 0,77.

Fonti: MMS International; statistiche nazionali; stime BRI. Grafico IV.9

se questo non vi è stato. Inoltre, la disciplina che deriva dal dover spiegare al pubblico le ragioni dei cambiamenti apportati alla politica può presentare alcuni dei vantaggi dianzi menzionati. Essa può promuovere un maggior rigore nei dibattiti interni della banca centrale, un approccio più chiaramente focalizzato sulle finalità della manovra e una maggiore accettazione e comprensione da parte del pubblico delle decisioni di politica monetaria. Infine, questa disciplina può anche contribuire a una più rapida trasmissione della manovra monetaria sui tassi d'interesse rilevanti.

È stato espresso tuttavia il timore che il fatto di annunciare le manovre monetarie riduca la flessibilità e possa, in particolare, accrescere la riluttanza a decidere l'azione correttiva, allungando i tempi di risposta. Una strategia per attenuare questo problema, adottata in Germania e in Svezia, dove il tasso delle operazioni temporanee è attualmente il più importante strumento di intervento, è stata quella di passare da una procedura d'asta a tasso fisso ad una a tasso variabile. In quest'ultimo caso è meno chiaro se il risultato rifletta l'accettazione di minori oscillazioni intorno a un livello desiderato oppure l'inizio dell'attuazione della manovra monetaria.

... ma in minor misura sulle future mosse di politica monetaria

Mentre è aumentata la trasparenza circa l'orientamento della politica corrente, le banche centrali continuano a essere generalmente restie a fornire maggiori dettagli sulle mosse future. La sola eccezione è rappresentata dalla Reserve Bank della Nuova Zelanda che a partire dal "Monetary Policy Statement" del giugno 1997 pubblica proiezioni che indicano il profilo evolutivo endogeno delle condizioni monetarie coerente con il conseguimento dell'obiettivo inflazionistico. Vi è tuttavia una crescente tendenza a preavvertire i mercati su possibili mosse future attraverso discorsi e prese di posizione. Ad esempio, il Presidente della Riserva federale, Greenspan, anticipò l'inasprimento dei tassi d'interesse del 1994 nel corso dell'audizione dinanzi alla Commissione Humphrey-Hawkins nell'autunno 1993. Analogamente, la Banca del Canada ha sottolineato la necessità di una futura moderazione del grado di stimolo monetario nel "Monetary Policy Report" del novembre 1997.

Lo svantaggio della trasparenza sulle future manovre monetarie sta nel fatto che spesso esiste una notevole incertezza circa la linea d'azione appropriata per conseguire un dato obiettivo di stabilità dei prezzi. In tali circostanze può essere preferibile mantenere un certo grado di ambiguità sul futuro corso della politica. In primo luogo, ciò potrebbe incentivare i mercati a fissare i tassi in base alla loro propria valutazione delle prospettive di politica monetaria, fornendo un'utile informazione alla banca centrale. In secondo luogo, potrebbe essere evitata un'indebita e costosa volatilità del mercato, data la possibilità che gli operatori si proteggano contro manovre progettate che poi non si verificano. In terzo luogo, se i mercati si basano eccessivamente sulla guida della banca centrale, questa può essere costretta a rilasciare dichiarazioni o a prendere iniziative con maggior frequenza, anche quando il divario tra i risultati effettivi e le previsioni è minimo. Tuttavia, alcuni di questi problemi potenziali potrebbero essere ridotti ove i mercati siano consapevoli dell'incertezza insita in tali proiezioni e della necessità di riconsiderare costantemente le risposte della politica monetaria a mano a mano che pervengono nuove informazioni. È questa una delle ragioni per cui le banche centrali mettono sempre più in evidenza la

completa distribuzione di probabilità attorno alle loro previsioni. E in ogni caso, la manovra dei tassi d'interesse, senza un esplicito preavvertimento, può ugualmente generare instabilità di mercato.

Poche banche centrali pubblicano verbali

Solo alcune banche centrali pubblicano i verbali del dibattito in seno all'organo preposto alla formulazione della politica monetaria, e in tutti i casi solo dopo un considerevole lasso di tempo (tabella IV.2). Tale pubblicazione può essere il modo più diretto di rendere note le informazioni e le argomentazioni impiegate dalle autorità monetarie nel definire gli strumenti di intervento. Tuttavia, in alcuni casi questa soluzione è impraticabile poiché l'organo competente si riunisce ogni giorno. Una seconda ragione per non rivelare il contenuto delle discussioni è quella di promuovere un franco scambio di opinioni e di evitare che i responsabili delle politiche si esprimano in modo condizionato dall'ufficialità. Infine, un timore espresso frequentemente è che la rivelazione di un disaccordo in seno all'organo decisionale possa ripercuotersi negativamente sulla sua reputazione e quindi destabilizzare i mercati finanziari. A ciò si potrebbe obiettare che le divergenze di opinione tra i responsabili delle politiche sono normali allorché le decisioni di politica monetaria sono accuratamente soppesate e le conclusioni possono differire a seconda di quali rischi vengono ritenuti predominanti. In questo caso, il rivelare tali divergenze potrebbe dimostrarsi utile *in quanto rende i mercati più consapevoli dell'incertezza e dei rischi* che accompagnano anche le previsioni più probabili.

Implicazioni per la BCE

In sintesi, mentre continua il dibattito sul grado appropriato di trasparenza in relazione agli aspetti tattici della conduzione della politica, è opinione generalmente condivisa che la trasparenza a livello strategico (obiettivi della banca centrale e strategia per conseguirli) sia desiderabile. Al fine di consolidare in tempi brevi la propria reputazione e legittimazione, la BCE dovrà condurre le proprie politiche in modo trasparente e responsabile. La summenzionata decisione di definire pubblicamente l'obiettivo della stabilità dei prezzi è un importante passo in questa direzione. Parimenti significativa è la prescrizione, contenuta nel Trattato di Maastricht, di pubblicare rapporti trimestrali e di presentare una relazione annuale al Parlamento europeo. La necessità di trasparenza è ancor maggiore alla luce di due ulteriori considerazioni. Anzitutto, come si è visto in precedenza, la notevole incertezza circa la trasmissione della politica monetaria nell'area UEM, nonché le relazioni tra i vari indicatori e l'obiettivo della stabilità dei prezzi, favorirà, almeno inizialmente, un approccio discrezionale che in quanto tale complica la comunicazione con il pubblico e i mercati. In secondo luogo, può risultare più difficile spiegare all'opinione pubblica dei singoli paesi un orientamento di politica monetaria che è appropriato nell'ottica dell'area UEM nel suo insieme.

V. I prezzi delle attività e il settore degli investitori istituzionali

Aspetti salienti

Lo scorso anno i prezzi azionari nei paesi industriali hanno continuato a salire fortemente, e nell'aprile 1998 avevano raggiunto nuovi massimi. Le sole eccezioni notevoli a questa tendenza sono costituite dal Giappone e, in minor misura, dall'Australia. L'ascesa dei corsi si è accompagnata a periodici accessi di incertezza. Nell'autunno 1997 gli indici azionari hanno subito una brusca, seppur temporanea, caduta in reazione all'aggravarsi della crisi nel Sud-Est asiatico. Anche i corsi obbligazionari si sono mossi al rialzo durante gran parte dell'anno, benché probabilmente i guadagni vadano in parte attribuiti alla ricerca di valori-rifugio, giacché la comunità degli investitori si è fatta più apprensiva a riguardo dei rischi di una propagazione della crisi asiatica al sistema finanziario mondiale. Per i mercati immobiliari il quadro si presenta più composito, con marcate differenze di andamento nei vari paesi.

Gli eventi del periodo sotto rassegna hanno posto in evidenza il ruolo degli investitori istituzionali e il loro potenziale d'impatto sulla stabilità finanziaria. La crescita di questi operatori ha interessato tutti gli aspetti del paesaggio finanziario ed è proceduta di pari passo, e in interazione reciproca, con il rapido sviluppo dei mercati e degli strumenti finanziari. La seconda parte del capitolo si sofferma dapprima sui fattori che hanno favorito la rapida istituzionalizzazione del risparmio e descrive le principali caratteristiche del settore che influiscono sull'allocazione di tale risparmio. Essa passa quindi a esaminare il comportamento di determinati operatori durante le varie crisi valutarie che hanno colpito le economie del Sud-Est asiatico e in occasione della turbolenza borsistica dell'ottobre 1997. Nella sezione finale viene tentato un raffronto con analoghi episodi del passato, traendo alcuni insegnamenti per l'azione dei responsabili delle politiche.

I prezzi delle attività

Negli Stati Uniti e in Europa ciò che più ha contraddistinto il mercato rialzista dello scorso anno rispetto ad analoghi episodi precedenti sono state l'intensità e l'ampiezza del fenomeno. Anzitutto, l'ascesa dei prezzi delle attività ha riguardato quasi tutti i paesi, malgrado le diversità nella posizione ciclica e nelle proiezioni di crescita. Inoltre, i corsi azionari sono saliti assieme a quelli obbligazionari, sebbene altri indicatori segnalassero accresciute incertezze a riguardo delle future tendenze del mercato. Poiché i tradizionali parametri di valutazione dei mercati azionari sono in genere considerati non isolatamente, bensì in relazione ai tassi d'interesse correnti, l'attuale contesto di bassi tassi d'interesse fa apparire meno sopravvalutati i titoli azionari. Tuttavia, qualora i prezzi delle

obbligazioni subissero una correzione verso il basso, anche il giudizio sui prezzi delle azioni andrebbe riveduto.

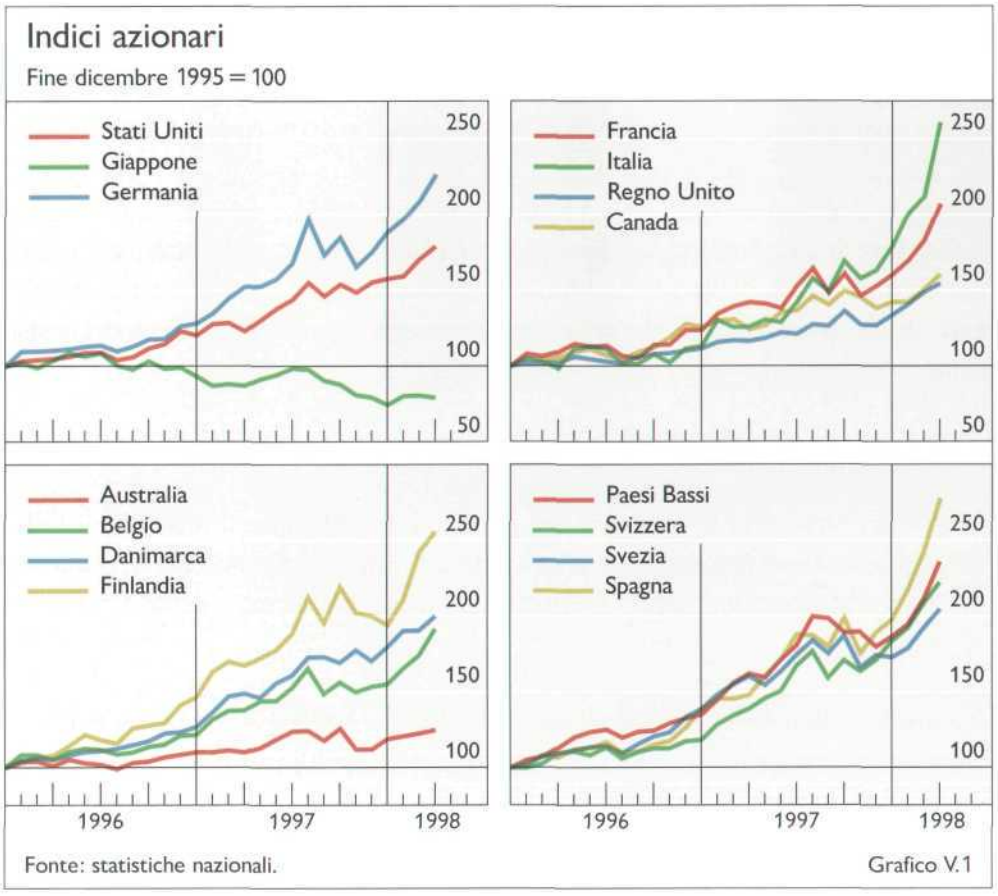
Mercati azionari

L'ascesa generalizzata dei corsi azionari ...

Durante il periodo in esame i prezzi delle azioni hanno realizzato consistenti rialzi nel Nord America e in Europa (grafico V.1). Nonostante le sostanziali analogie in termini di tendenza e di profilo temporale, gli andamenti dei vari paesi presentano disparità degne di nota. Dopo un anno relativamente sottotono, le borse italiane hanno fatto segnare gli incrementi maggiori. I guadagni sono stati molto forti anche in Spagna e in Svizzera, dove gli indici borsistici sono raddoppiati rispetto a soltanto due anni fa. Negli Stati Uniti, come nella maggior parte degli altri paesi, i corsi azionari hanno avuto una decisa ripresa dopo la flessione dell'autunno 1997. Per contro, essi sono ulteriormente calati in Giappone, di riflesso ai timori per lo stato dell'economia interna e alla situazione finanziaria complessiva. In Australia, la relativa debolezza del mercato azionario può essere attribuita in parte ai cali di prezzo delle materie prime, che hanno compresso i profitti attuali e prospettici.

... subisce una temporanea correzione nella seconda parte dell'anno

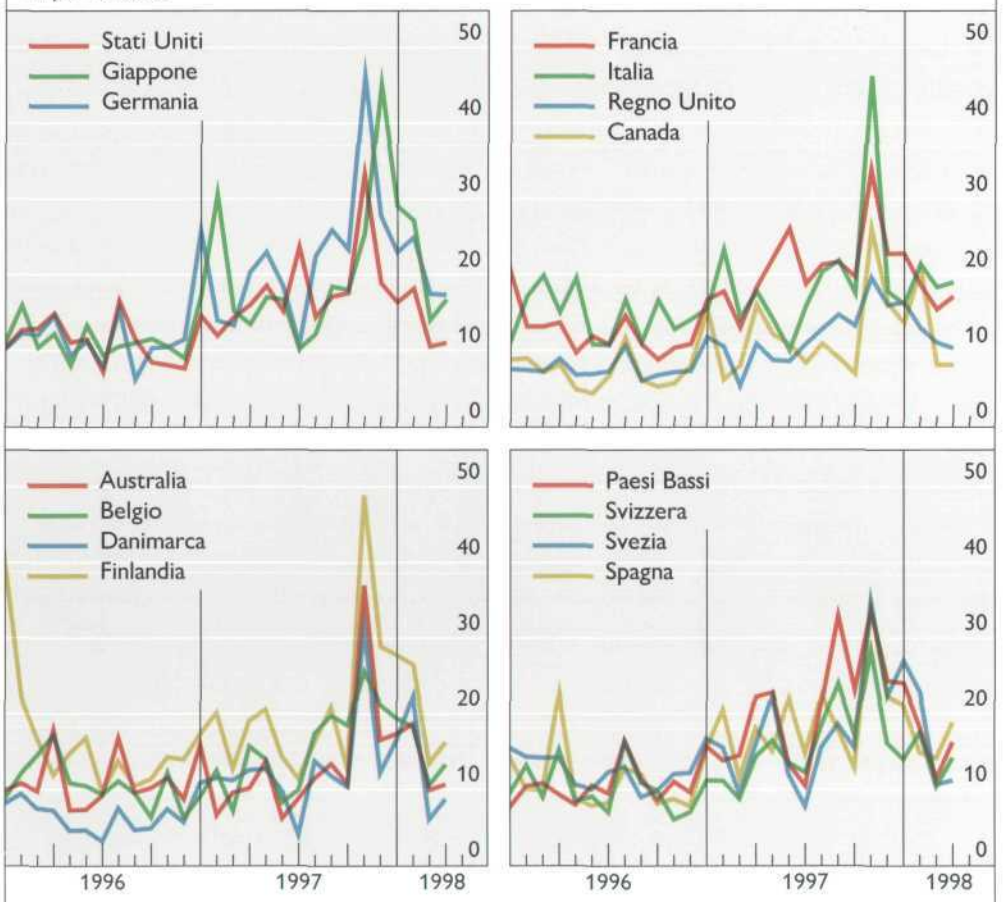
La turbolenza generata dalla caduta nelle borse del Sud-Est asiatico ha prodotto una svolta nel clima di mercato. L'aggiustamento intervenuto da luglio in poi ha assunto la forma di una sequenza di flessioni che ha percorso tutti i paesi industriali. Si è inoltre avuto un forte aumento della volatilità fino al picco raggiunto in ottobre (grafico V.2), con fluttuazioni giornaliere di oltre il 5% in



Fonte: statistiche nazionali. Grafico V.1

Volatilità dei mercati azionari*

In percentuale



* Misurata dalla deviazione standard rapportata all'anno delle variazioni percentuali giornaliere degli indici azionari nel corso del mese civile.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Grafico V.2

diversi mercati. L'entità e i tempi della correzione iniziata in luglio hanno differito a seconda dei paesi. I mercati in cui la pressione al ribasso è stata avvertita relativamente presto, come Germania, Francia e Paesi Bassi, hanno in genere fatto registrare le perdite maggiori fra i punti di massimo e di minimo. A confronto, negli Stati Uniti, in Italia e nel Regno Unito, dove i prezzi non avevano ceduto prima di ottobre, i mercati si sono dimostrati più resilienti, subendo cali piuttosto modesti e limitati a un solo mese. Nella maggior parte dei mercati i corsi azionari hanno iniziato a recuperare il terreno perduto in novembre o poco dopo.

Possibili fattori esplicativi:

La lievitazione dei corsi azionari durante gli ultimi anni induce a interrogarsi sui motivi che ne sono alla base. Le cause di tale evoluzione possono essere collegate direttamente alle aspettative di crescita degli utili societari, oppure indirettamente a un mutato atteggiamento degli investitori nei confronti del rischio.

crescita degli utili reali ...

Durante gli ultimi tre anni, nei paesi del Gruppo dei Sette sono aumentati gli utili reali per azione. Il settore delle imprese ha cominciato a cogliere i frutti dei minori oneri per il servizio del debito, di una più moderata dinamica salariale e del miglioramento della produttività del lavoro. L'avvento di nuove tecnologie è stato parimenti citato come un importante fattore dell'attuale boom. Il processo

di deregolamentazione finanziaria dovrebbe, in linea di principio, aver comportato ulteriori guadagni di efficienza. Tuttavia, la rilevanza di questi fattori nel determinare la crescita futura degli utili non è facile da quantificare. Al momento attuale le proiezioni esplicite degli utili non fanno apparire ordini di grandezza tali da giustificare l'appellativo di "nuova era".

... e atteggiamento verso il rischio

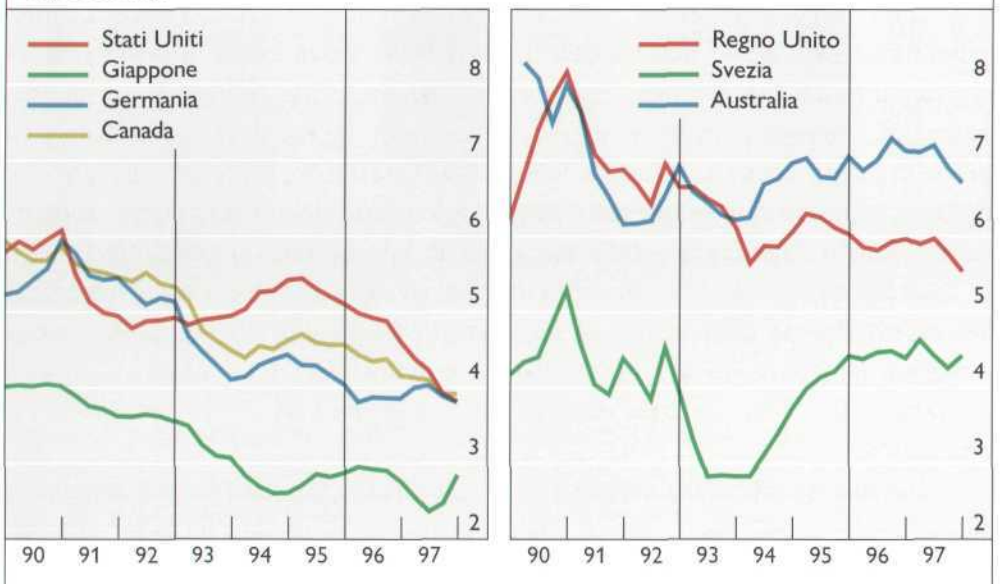
Anche i cambiamenti finanziari possono aver contribuito a modificare l'atteggiamento degli investitori verso il mercato azionario, facendo sì che essi accettino una più bassa remunerazione del rischio. Al fine di valutare la rilevanza di questo fattore, nel grafico V.3 è riportato per taluni paesi l'andamento del saggio stimato di rendimento richiesto sugli investimenti azionari negli anni novanta. I rendimenti richiesti possono essere approssimativamente stimati come somma dell'indice dividendo/prezzo e della crescita del prodotto potenziale, dove quest'ultima è assunta quale proxy della crescita attesa dei dividendi reali. L'ipotesi di una più elevata tolleranza al rischio troverebbe conferma nel calo tendenziale dei rendimenti richiesti nella maggioranza dei paesi. L'evidenza è tuttavia meno convincente se giudicata a fronte delle concomitanti variazioni dei tassi d'interesse reali a lungo termine. Ad esempio, negli ultimi anni il declino dei tassi d'interesse corretti per l'inflazione (grafico IV.8) ha in genere sopravanzato quello dei rendimenti azionari richiesti, determinando di fatto un aumento del premio per le azioni a partire dalla metà degli anni novanta. Viste in questa luce, le attuali alte valutazioni potrebbero essere ricollegabili più ai rendimenti calanti sulle attività alternative, come le obbligazioni, che a un mutato atteggiamento verso il rischio.

Le prospettive di ribasso implicite negli indici di valutazione ...

Da un punto di vista empirico, i tradizionali parametri di valutazione sembrano delineare prospettive piuttosto al ribasso per i mercati azionari (tabella V.1). Nella maggior parte dei paesi gli indici dividendo/prezzo sono scesi a minimi assoluti nel periodo in esame. A confronto, gli indici prezzo/utile

Rendimenti richiesti sulle azioni*

In percentuale



* Definiti come somma del rapporto dividendo/prezzo e della crescita del prodotto potenziale.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Grafico V.3

Indici di valutazione dei prezzi azionari

	Rapporto prezzo/utile					Rapporto dividendo/prezzo				
	Campione	Massimo		Media	Marzo 1998	Campione	Minimo		Media	Marzo 1998
		Livello	Data				Livello	Data		
Stati Uniti	1957	27	1998	16	27	1947	1,5	1998	4,0	1,5
Giappone	1981	100	1996	51	43[1]	1953	0,4	1989	3,0	1,1[1]
Germania	1973	25	1993	13	21	1973	1,3	1998	2,8	1,3
Francia	1973	30	1973	12	20	1964	1,7	1998	4,5	1,7
Italia	1986	29	1994	17	26	1981	0,8	1981	2,3	1,1
Regno Unito	1970	23	1994	13	22	1963	2,8	1998	4,7	2,8
Canada	1956	255[2]	1994	20	32	1956	1,4	1998	3,4	1,4
Belgio	1961	29	1967	16	25	1961	1,6	1998	4,3	1,8
Paesi Bassi	1973	26	1997	10	24	1973	1,8	1998	4,8	1,8
Svizzera	1973	29	1998	13	29	1973	1,0	1995	2,9	2,4

[1] Febbraio. [2] Eccezionalmente elevato a causa degli utili molto bassi conseguenti allo stralcio di attività.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali. Tabella V.1

appaiono meno discosti dai valori usuali, anche se alla fine del marzo 1998 l'indicatore composito Standard & Poor's aveva superato il suo precedente massimo. In passato, la correzione degli indici di valutazione verso livelli più normali si era realizzata attraverso minori guadagni di prezzo, piuttosto che con un'accelerazione degli utili o dei dividendi. Nondimeno, vi sono alcune considerazioni che relativizzano quelle che potrebbero apparire come le ovvie implicazioni di tali indicatori.

... vanno relativizzate

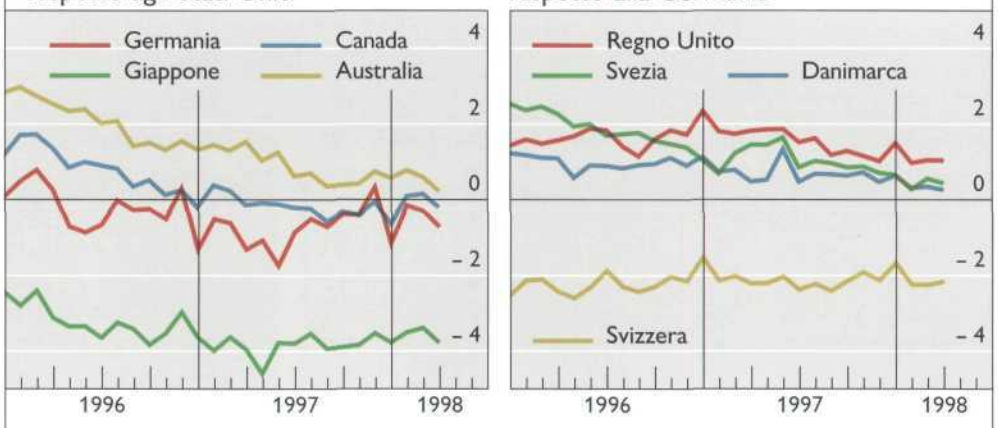
Anzitutto, sebbene gli indici di valutazione tendano empiricamente a riconvergere verso i valori medi storici, il tasso di convergenza è anch'esso variabile. Inoltre, gli indici di riferimento dovrebbero essere aggiustati per tenere conto delle posizioni cicliche, quantunque i corsi azionari siano saliti non soltanto nei paesi che si trovavano nelle fasi iniziali della ripresa, ma anche in quelli più avanzati nel ciclo, e persino laddove i livelli di attività economica hanno raggiunto o superato il potenziale. Infine, è possibile che i cambiamenti intervenuti nella struttura economica abbiano alterato le relazioni storiche, il che potrebbe in parte spiegare i livelli a cui si situano attualmente i rendimenti azionari. Il costante calo dell'inflazione durante gli anni novanta e i connessi guadagni in termini di credibilità della politica monetaria hanno generalmente condotto a una minore variabilità dell'inflazione e dei tassi d'interesse a breve. Si aggiunga che la più bassa inflazione può aver attenuato gli effetti distorsivi esercitati dai regimi fiscali vigenti sui rendimenti netti delle attività finanziarie. Una riduzione permanente dell'inflazione potrebbe così aver creato le basi per un'era di più elevati prezzi delle attività.

Mercati obbligazionari

Dopo le punte toccate nell'ottobre 1994, i rendimenti obbligazionari sono costantemente slittati verso il basso, e verso la fine del 1997 avevano raggiunto valori prossimi ai minimi storici. Nell'Europa continentale e in Giappone essi

Differenziali dei rendimenti obbligazionari[1]

In punti percentuali



[1] Su titoli di Stato a dieci anni. [2] Per i paesi della UEM si veda il grafico IV.5.

Fonte: statistiche nazionali. Grafico V.4

erano scesi generalmente ai livelli più bassi degli ultimi trent'anni, mentre negli Stati Uniti si situavano intorno al minimo segnato nell'autunno 1993.

Forte convergenza dei rendimenti ...

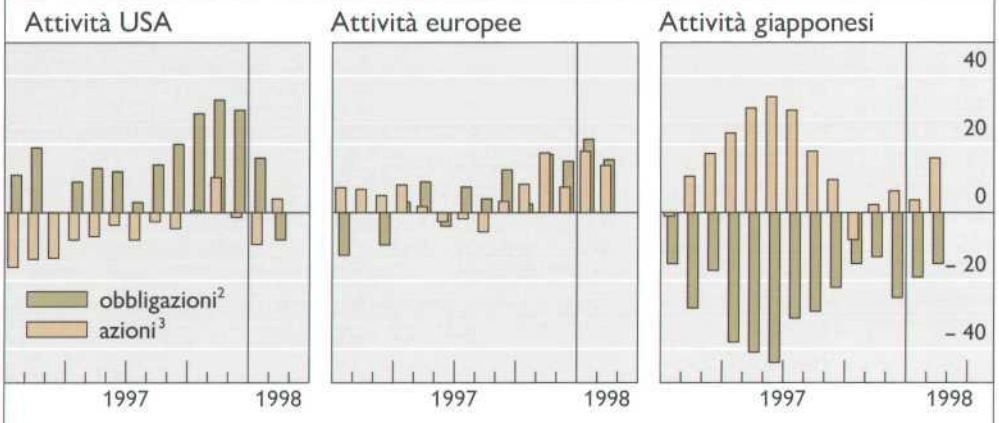
Dietro alla globale tendenza al rialzo dei corsi obbligazionari si celano profili evolutivi difformi. In Europa si è ancora accentuata la netta convergenza dei rendimenti stimolata nel 1996 dal restringersi dei differenziali di inflazione e dal diffuso consolidamento delle finanze pubbliche (grafico V.4). Negli Stati Uniti il mercato è rimasto indifferente di fronte a un calo della disoccupazione a livelli che in passato erano considerati precorritori di un'accelerazione dell'inflazione. Nemmeno il rialzo dei tassi ufficiali nel marzo 1997, ampiamente previsto dati i segni di un perdurante vigore dell'economia, ha impedito l'ascesa dei prezzi delle obbligazioni, stante l'aspettativa che la politica monetaria avrebbe efficacemente contrastato le pressioni inflazionistiche. La spiegazione dei perduranti bassi tassi è alquanto diversa per il Giappone, dove le prospettive congiunturali si sono andate deteriorando e i problemi finanziari sono stati messi in chiara evidenza dal fallimento di alcune grandi banche e società di intermediazione mobiliare.

... rafforzata da fattori congiunturali ...

Vari fattori hanno favorito questi sviluppi internazionali sul mercato obbligazionario. In termini generali, i tassi d'interesse a lungo termine sono stati fortemente influenzati dall'aspettativa di una maggiore crescita a bassa inflazione. Inoltre, è stato avvertito un classico effetto di "fuga verso la sicurezza" allorché le turbolenze nei paesi del Sud-Est asiatico hanno indotto gli investitori a riconsiderare le loro esposizioni e ritirare fondi dai mercati azionari. Da un'indagine risulta che in quel periodo la maggioranza dei gestori di fondi al di fuori del Giappone progettava di ridurre la propria esposizione azionaria negli Stati Uniti e in Europa e di incrementare invece i collocamenti sui mercati obbligazionari interni (grafico V.5). Infine, il fatto di dover gestire consistenti rischi finanziari in un periodo di alta volatilità ha contribuito ad aumentare la domanda di titoli di Stato in quanto strumenti di copertura, in un momento in cui la riduzione dei disavanzi pubblici tendeva a limitarne l'offerta.

Esposizione programmata dei gestori di fondi, per tipi di attività[1]

In punti percentuali



[1] Misurata dalla differenza fra gestori intenzionati ad aumentare ovvero a diminuire la propria esposizione in un dato tipo di attività. Ad esempio, un valore positivo indica di quanti punti percentuali i gestori che progettano di comperare le attività in questione superano i gestori che progettano di venderle. [2] Detenute da gestori residenti nel paese o area corrispondente. [3] Detenute da gestori al di fuori del Giappone.

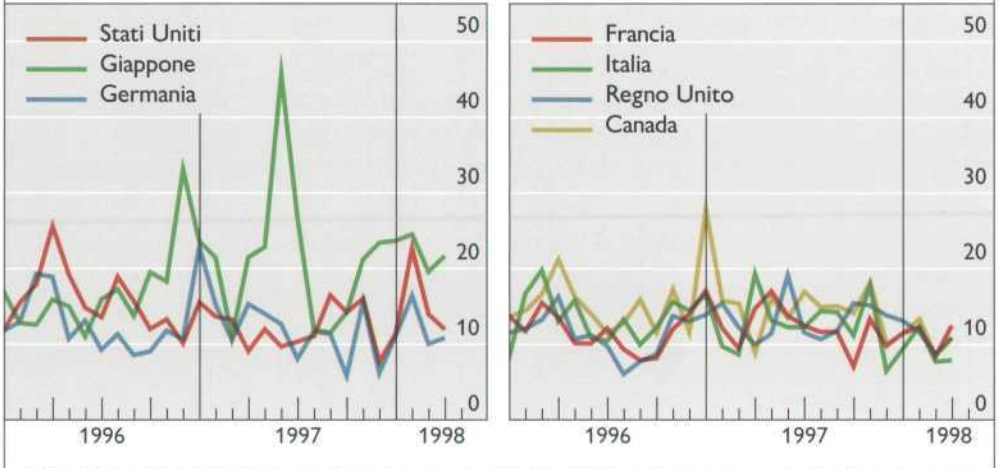
Fonte: Merrill Lynch Global Gallup Survey. Grafico V.5

... anche se permane un certo nervosismo

I dati relativi alla volatilità dei rendimenti obbligazionari (grafico V.6) indicano che agli inizi del 1998 le tensioni prodotte dalla crisi asiatica si erano allentate. L'incertezza potrebbe però ritornare rapidamente. Le esperienze maturate dalla comunità degli investitori in occasione delle ultime crisi valutarie possono aver acuito i timori di un ripetersi di tali turbolenze. In siffatte circostanze, i connessi spostamenti verso le tradizionali monete-rifugio tenderebbero a stimolare i mercati obbligazionari internazionali. Non è tuttavia da escludere la possibilità di massicce vendite di titoli USA in caso di strette di liquidità in altri paesi, e ciò potrebbe avere effetti di segno opposto.

Volatilità dei rendimenti obbligazionari*

In percentuale



* Misurata dalla deviazione standard rapportata all'anno delle variazioni percentuali giornaliere dei rendimenti su titoli di Stato a dieci anni nel corso del mese civile.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Grafico V.6

Mercati immobiliari

Andamenti differenziati nei mercati immobiliari

Dopo vari anni di debole dinamica, dovuta in larga parte a precedenti eccessi, durante il 1997 in molti paesi i prezzi degli immobili sono cresciuti in misura ben superiore ai tassi d'inflazione correnti, con o senza il corrispondente sostegno

Prezzi immobiliari nominali e deflazionati

	Prezzi nominali				Prezzi deflazionati			
	1994	1995	1996	1997	1994	1995	1996	1997
	Indici, 1993 = 100							
	Immobili residenziali							
Stati Uniti	102	104	109	116	100	99	100	104
Giappone[1]	98	96	94	93	98	95	94	91
Germania[2]	102	101	101	96	99	97	95	89
Francia	98	98	100	100	97	95	94	94
Regno Unito	103	103	107	117	100	98	99	104
Canada	103	98	98	101	103	96	94	95
Spagna	101	104	106	108	96	95	94	93
Paesi Bassi	109	113	124	136	106	108	116	125
Australia	108	110	114	127	106	103	104	116
Svizzera	100	98	88	86	99	95	85	83
Belgio	108	113	118	122	105	108	111	113
Svezia	105	105	106	114	102	100	100	107
Danimarca	112	121	134	147	110	116	126	136
Norvegia	113	122	132	143	111	117	125	133
Finlandia	106	102	108	126	105	100	105	122
Irlanda	104	112	125	145	102	106	117	134
	Immobili non residenziali: principali città							
New York	109	109	119	137	107	104	109	123
Tokyo[1]	84	69	60	55	83	69	60	54
Francoforte	87	85	85	81	85	81	80	75
Parigi	94	84	79	83	93	81	74	77
Milano	85	85	78	75	82	78	69	65
Londra	125	134	141	161	122	126	129	144
Toronto[3]	88	81	78	90	88	79	75	85
Madrid	98	97	116	125	93	89	102	108
Amsterdam	110	120	129	140	107	114	121	129
Sydney	121	123	128	137	119	116	117	125
Zurigo	97	94	88	87	96	92	85	83
Bruxelles	94	94	100	103	92	90	94	95
Stoccolma	131	170	179	214	128	162	170	202
Copenhagen	97	103	103	115	95	99	97	106
Oslo	108	117	125	142	107	112	119	131
Helsinki	112	118	119	124	111	115	116	119
Dublino	114	128	153	193	112	122	143	179

[1]Prezzi dei terreni. [2]Quattro maggiori città. [3]Indice dei prezzi degli uffici nell'Ontario.

Fonti: Frank Russell Canada Limited; Jones Lang Wootton; Ministère de l'Équipement, du Logement, des Transports et du Tourisme; National Association of REALTORS; OPAK (Oslo); Sadolin & Albæk (Copenhagen); Sherry FitzGerald (Dublino); Wüest & Partner (Zurigo); varie associazioni private del settore immobiliare; statistiche nazionali. Tabella V.2

del credito privato. Il Giappone e alcuni paesi dell'Europa continentale sono rimasti per lo più estranei alla ripresa, sebbene in certi casi siano ravvisabili segni di un leggero miglioramento.

Il mercato dei fabbricati residenziali è stato relativamente sostenuto nel Benelux, nei paesi nordici e in gran parte dei paesi anglofoni (tabella V.2), mentre è rimasto in generale debole in Canada e nell'Europa continentale, offrendo tutt'al più una compensazione parziale dell'inflazione. In Giappone il notevole calo dei prezzi dei terreni destinati ad abitazioni ha ulteriormente limitato il realizzo delle garanzie ipotecarie detenute dalle banche a fronte di prestiti in sofferenza.

Il settore degli immobili non residenziali ha presentato la stessa configurazione geografica, pur con differenze un po' più marcate. Gli aumenti di prezzo sull'anno precedente hanno superato il 26% a Dublino e il 19% a Stoccolma per gli uffici di alta gamma. All'estremo opposto, i terreni a destinazione commerciale nel centro di Tokyo hanno perso i due terzi del loro valore nominale rispetto al picco del 1990. Per il resto, sono emersi segni di una possibile ripresa in alcune grandi città europee, in quanto i canoni di affitto degli uffici hanno mostrato una certa tendenza al consolidamento, mentre è parsa avvicinarsi a un punto di svolta la quota dei prestiti immobiliari di dubbio esito.

Gli investitori istituzionali e i mercati finanziari

Gli eventi del 1997 hanno ancora una volta richiamato l'attenzione sugli investitori istituzionali e sul loro impatto potenziale in termini di stabilità dei mercati finanziari. In particolare, sono sorti interrogativi circa il ruolo svolto da tali veicoli di investimento collettivo in occasione delle crisi valutarie che hanno colpito le economie del Sud-Est asiatico. È inoltre interessante cercare di capire quale sia stato il loro contributo nel sostenere il trend ascendente dei corsi azionari nei paesi industriali, nonché il comportamento da essi seguito durante la correzione di mercato dell'ottobre scorso.

La crescita del settore della gestione professionale di attività è un aspetto essenziale dei cambiamenti strutturali intervenuti nel sistema finanziario internazionale. Si tratta di uno sviluppo che ha ripercussioni su svariati aspetti del panorama finanziario: volume degli scambi, attività di emissione, flussi di capitali internazionali, stabilità del mercato, assetti organizzativi e governo societario. L'importanza dell'investimento istituzionale per il sistema finanziario globale appare di immediata evidenza dal volume delle attività finanziarie gestite (tabella V.3), che supera il PIL aggregato dei corrispondenti paesi industriali. Al tempo stesso, la distribuzione disomogenea di queste attività fra i vari paesi è indicativa del considerevole potenziale di crescita esistente, specie nell'Europa continentale.

Le attività finanziarie superano il PIL, ma rimane un notevole margine di crescita

Nelle pagine che seguono vengono delineate le principali caratteristiche strutturali del settore della gestione professionale di attività ed è esaminato il modo in cui tale assetto può influire sulle scelte di investimento. Quindi, sulla scorta delle reazioni di vari operatori in occasione dei recenti sviluppi e di passati episodi di turbolenza vengono considerate le potenziali implicazioni della crescente istituzionalizzazione del risparmio per la stabilità finanziaria, al fine di trarre possibili insegnamenti sul piano delle politiche.

Investitori istituzionali in un'ottica mondiale, 1995

	Fondi pensione	Compagnie di assicurazione			Società di investimento			Su base aggregata	
		Totale	Ramo vita	Altre	Totale	Fondi aperti	Fondi chiusi		
	Quota percentuale delle attività finanziarie sul totale mondiale del settore								mdi di $USA
Stati Uniti	62	35	33	44	57[1]	63	57	50	10 501
Giappone[2]	9	24	27	16	8[3]	–	–	14	3 035
Germania	1	8	7	12	6	7	–	5	1 113
Francia	0	7	7	8	9	11	–	6	1 159
Italia	1	1	1	2	1	1	–	1	223
Regno Unito	11	10	11	6	4	3	29	9	1 790
Canada	3	2	2	2	2	2	–	2	493
Spagna	0,2[4]	1[3]	–	–	2	2	1	1	215
Australia[5]	1	2	1	2	1	1	2	1	255
Paesi Bassi	5	3	3	1	1[3]	–	–	3	626
Svizzera	3	2	2	3	1	1	–	2	452
Belgio	0,1	1	1	1	1[6]	1[6]	–	1	156
Svezia	1[7]	2	1	2	1	1	10	1	267
Austria	0	1	1	0,2	1	1	–	0,4	82
Danimarca	0,5	1	1	1	0,1[3]	–	–	1	116
Finlandia	1[8]	0,2	0,1	0,5	0	0	–	0,3	63
Portogallo	0,1	0,1[3]	–	–	0,3	0,3	0,1	0,2	35
Lussemburgo	0	0,1	0,1	0,1	6	7	–	2	369
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100	
Nord America	66	37	35	45	59	65	57	52	10 994
Europa	24	37	36	37	33	34	41	32	6 666
Totale, in miliardi di $USA	*6 710*	*8 088*	*6 276*	*1 702*	*6 152*	*5 340*	*238*		*20 949*
Totale, in %	*32*	*39*	*30*	*8*	*29*	*25*	*1*	*100*	

[1] Comprende anche le gestioni fiduciarie bancarie ($740 miliardi) e i fondi di investimento immobiliare (REITs) ($26 miliardi). [2] Non comprende le gestioni fiduciarie bancarie ($916 miliardi). [3] Non è possibile una distinzione delle categorie. [4] Totale delle attività dei fondi pensione non autonomi. [5] Non comprende le istituzioni specializzate che operano su mandato del governo o di gruppi di istituzioni finanziarie e si comportano come investitori istituzionali ($9 miliardi). [6] Comprende i fondi pensione a risparmio aventi la forma giuridica di società di investimento ($5 miliardi). [7] Comprende i fondi pensione che rientrano nel settore della previdenza sociale ($88 miliardi). [8] Schemi pensionistici collettivi.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella V.3

Caratteristiche ed evoluzione del settore

Alla base del rapporto di gestione delegata di attività vi è un pool di valori, i cui frutti sono ripartiti fra due tipi di soggetti: i mandanti proprietari delle attività stesse e i professionisti che gestiscono il portafoglio per conto dei proprietari. Le diverse categorie di investitori istituzionali si differenziano in base alla relazione contrattuale esistente fra i due soggetti, ossia le regole che determinano la ripartizione dei rischi e dei rendimenti.

La definizione comunemente accettata di investitori istituzionali comprende gli organismi di investimento collettivo, le compagnie di assicurazione e i fondi

Investitori istituzionali e attività di negoziazione in proprio

pensione. Dal punto di vista dell'impatto sulle dinamiche a breve termine dei mercati finanziari non sarebbe giustificata una distinzione fra queste istituzioni e l'attività di negoziazione in proprio delle imprese finanziarie e non finanziarie. Tuttavia, le decisioni allocative degli investitori istituzionali hanno verosimilmente un influsso maggiore sui cicli di più lungo periodo dei prezzi dei valori, a causa sia delle più grandi dimensioni dei portafogli, sia della tradizionale propensione a seguire strategie "buy-and-hold", rispetto alla natura essenzialmente speculativa (più a breve termine) dell'attività di negoziazione in proprio. Inoltre, la struttura degli incentivi che caratterizza la gestione delegata di portafogli può di per sé condurre a specifici modelli di comportamento che incidono sulla stabilità dei mercati.

Gli *organismi di investimento collettivo* (fondi comuni di investimento e hedge funds) sono in grado di offrire prodotti con un vantaggioso profilo rischio/rendimento e un'elevata liquidità sfruttando le sinergie create dalla messa in comune delle attività di molti investitori e minimizzando i costi di gestione e di transazione. L'investitore si configura come creditore residuale e sopporta tutti i connessi rischi. Nel caso dei fondi comuni, la remunerazione del gestore è di norma basata sul volume delle attività gestite, mentre è invariabilmente in funzione anche dei risultati reddituali nel caso degli hedge funds.

Attrattiva dei fondi comuni per gli investitori al dettaglio

I fondi comuni mobiliari stanno divenendo il principale veicolo per l'investimento dei privati in titoli negoziabili. La bassa soglia minima di sottoscrizione e un quadro regolamentare ben definito li rendono particolarmente attrattivi per gli investitori al dettaglio. Nondimeno, una quota non indifferente delle parti di fondi comuni è detenuta da altri investitori istituzionali al fine di accedere vantaggiosamente a un'esperta gestione di portafoglio in particolari tipi di attività. Il settore ha avuto una fortissima crescita a livello mondiale, ma l'afflusso di risorse ha favorito differenti tipi di fondi a seconda dei paesi (tabella V.4). Nel Nord

Crescita delle società di investimento[1]

	Attività nette totali									
	1987	1990	1993	1996	Quota percentuale nel 1996				*Nel 1996 in percentuale di:*	
	in miliardi di dollari USA				Fondi mercato monetario	Fondi obbligazionari	Fondi azionari	Fondi bilanciati	*PIL*	*capitalizzazione di mercato*[2]
Stati Uniti	770	1 069	2 075	3 539	25	22	49	3	*46*	*15*
Giappone	305	336	455	420	29	45	24	2	*9*	*4*
Germania	42	72	79	134	16	56	25	3	*6*	*4*
Francia	204	379	484	529	45	29	11	14	*34*	*18*
Italia	51	42	65	129	36	39	17	7	*11*	*5*
Regno Unito	68	89	131	188	0	5	88	6	*16*	*8*
Canada	16	21	86	155	15	9	52	14	*26*	*14*
Spagna	4	12	72	136	51	41	3	6	*23*	*14*
Paesi Bassi	16	24	46	67	10	30	54	6	*17*	*8*
Lussemburgo	74[3]	85	248	352	25	52	18	5	*1 840*	*337*

[1] Fondi comuni di investimento aperti in titoli trasferibili e strumenti di mercato monetario. [2] Esclusi i fondi di mercato monetario. [3] 1989.

Fonti: Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement; Investment Company Institute; Investment Funds Institute of Canada; International Finance Corporation; Salomon Brothers. Tabella V.4

America la concomitanza di bassi tassi sui depositi bancari e di una migliorata capacità di offrire prodotti mobilizzabili a vista aveva dato impulso alla raccolta dei fondi comuni del mercato monetario nell'ultimo scorcio degli anni ottanta, mentre il perdurante mercato rialzista ha in seguito contribuito alla forte crescita dei fondi azionari. In Francia, così come in molti altri paesi dell'Europa continentale, gli investitori hanno privilegiato i fondi a reddito fisso o bilanciati rispetto a quelli puramente azionari. Sia nel Regno Unito che in Giappone è calata negli ultimi anni la proporzione delle risorse collocate in fondi azionari. Per quanto concerne il Regno Unito, potrebbe trattarsi di un leggero aggiustamento della quota, atipicamente alta, dei fondi azionari verso i valori medi mondiali. Nel caso del Giappone, invece, è più probabile che la flessione sia dovuta all'andamento deludente del locale mercato azionario negli anni recenti.

Hedge funds

Quel che distingue gli hedge funds dagli altri organismi di investimento collettivo è la loro natura speculativa. La clientela tipo, costituita da privati o istituzioni con grandi patrimoni, si caratterizza per una maggiore tolleranza al rischio, e non è infrequente che anche il gestore del fondo vi investa capitali propri. Inoltre, operando come società di investimento a responsabilità limitata nel paese di insediamento oppure come fondi comuni offshore, gli hedge funds non sono soggetti ai requisiti regolamentari e di informativa che si applicano agli altri organismi. Gli hedge funds rappresentano comunque un segmento esiguo del mercato dell'investimento istituzionale, pur avendo fatto registrare tassi annui di crescita dell'ordine del 40% a partire dal 1990. Secondo i dati disponibili, a fine 1997 le attività da essi gestite ammontavano a $90 miliardi. La loro fama di investitori agili e aggressivi deriva dalla capacità di assumere posizioni corte e di ricorrere liberamente a strategie di leverage per sfruttare appieno le opportunità di profitto.

Fondi pensione:

Gli schemi pensionistici capitalizzati individuali o collettivi costituiscono l'alternativa privata ai sistemi previdenziali tradizionalmente basati sul principio della ripartizione. I *fondi pensione* raccolgono i contributi versati dal beneficiario e dal promotore (tipicamente una grande azienda o un'organizzazione sindacale) e li investono al fine di provvedere all'erogazione delle prestazioni spettanti al primo. La gestione degli investimenti può essere effettuata dal fondo stesso oppure, come avviene di frequente, delegata del tutto o in parte a professionisti esterni. Fra i sistemi a prestazione definita e quelli a contribuzione definita esiste una notevole differenza quanto alla ripartizione del rischio di investimento fra il promotore e il beneficiario. Nei sistemi a prestazione definita, che costituiscono la maggioranza, le erogazioni sono commisurate allo stipendio del beneficiario e rappresentano formalmente una passività del promotore, che è tenuto a ripianare eventuali deficit di copertura. Il rischio del beneficiario è limitato alla possibilità di fallimento del promotore. Per converso, nei sistemi a contribuzione definita il beneficiario può scegliere fra forme di investimento alternative (frequentemente fondi comuni di investimento) cui allocare le regolari detrazioni di stipendio e i contributi del promotore. Il rischio di investimento è sopportato interamente dal beneficiario, le cui spettanze sono determinate dalla performance cumulativa, al momento del pensionamento, della combinazione di portafoglio prescelta.

a prestazione definita ...

... e a contribuzione definita

Crescita dei fondi pensione

	Totale attività finanziarie						
	1980	1985	1990	1993	1996[1]		
	in miliardi di dollari USA					in % del PIL	in % della ricchezza delle famiglie
Stati Uniti	701	1 606	2 492	3 449	4 752	62	20
Giappone	..	..	343[2]	460	442[3]	10[3]	4[3]
Germania	15	22	52	47	65	3	2
Italia	..	..	39	34	43	4	2
Regno Unito	116	224	537	682	897	77	25
Canada	42	75	165	187	241	40	20
Australia	..	45[4]	45	78	100	29	22
Paesi Bassi	77	105	230	262	363	92	..
Svizzera	..	107[5]	138	148[6]	189	73	..
Svezia	..	..	79	71	93	40	38

[1] Per Italia e Australia, 1995; per la Svizzera, 1994. [2] 1991. [3] Stima. [4] 1988. [5] 1987. [6] 1992.
Fonti: OCSE; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella V.5

La crescita aggregata dell'attivo patrimoniale dei fondi pensione ha superato quella del PIL, ma la sua distribuzione geografica risulta sbilanciata in favore di quei paesi che in passato hanno promosso gli schemi pensionistici capitalizzati, come gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Canada. L'espansione è stata invece assai minore nei paesi che tradizionalmente privilegiano i sistemi previdenziali a ripartizione, in particolare quelli dell'Europa continentale (eccetto Paesi Bassi e Svizzera). Il rischio ridotto del promotore e la maggiore trasferibilità in caso di cambiamento di datore di lavoro hanno stimolato, negli ultimi anni, la rapida crescita degli schemi a contribuzione definita. Alla fine del 1996 erano attribuibili a tali schemi $577 miliardi delle attività complessive dei fondi comuni di investimento USA, ossia una quota del 16%, rispetto all'11% nel 1992. In molti paesi, fra cui Australia e Italia, gli schemi a contribuzione definita sono stati inoltre favoriti dalla recente normativa intesa a riformare il sistema previdenziale.

Compagnie di assicurazione

Sebbene un'ampia quota del portafoglio delle *compagnie di assicurazione* non consista di attività negoziabili, è ben difficile distinguere tali imprese dalle altre categorie di investitori istituzionali, specie i fondi pensione, in base alla natura dei prodotti e dei collegamenti funzionali. Ciò vale in particolare per le assicurazioni del ramo vita, che rappresentano il segmento più importante del settore e che offrono prodotti, come piani di rendite e contratti di investimento garantito, adattati alle esigenze degli schemi pensionistici individuali e collettivi. In alcuni paesi (Giappone, Svizzera, Svezia e Danimarca) le assicurazioni vita possono persino offrire ai fondi pensione servizi amministrativi e di gestione patrimoniale.

In parte perché già più sviluppato, il settore assicurativo ha mostrato nell'ultimo decennio una crescita inferiore a quella delle società di investimento. D'altronde, a conferma della complementarità delle rispettive linee di prodotto, l'espansione dell'attività di assicurazione appare particolarmente forte nei paesi in cui è stato più tardivo lo sviluppo dei fondi pensione integrativi.

Crescita delle compagnie di assicurazione

	Totale attività finanziarie									
	1985		1990		1993		1996[1]			
	Vita	Altre	Vita	Altre	Vita	Altre	Vita	Altre	Vita	Altre
	in miliardi di dollari USA								in % del PIL	
Stati Uniti	796	299	1 367	533	1 780	642	2 272	780	30	10
Giappone	271[2]	–	887	180	1 387	233	1 691	265	33	5
Germania	108	47	285	116	320	132	478	214	20	9
Francia	57	17	184	55	279	84	450	132	29	9
Italia	10[3]	14[3]	36	30	46	29	60	40	6	4
Regno Unito	160	30	384	70	592	75	697	95	63	9
Canada	55	13	111	27	122	27	142	33	24	5
Spagna[2]	8	–	50	–	58	–	107	–	18	–
Paesi Bassi	39	7	101	16	130	17	214	30	55	8
Svizzera	..	..	79	36	94	37	117	44	45	17
Svezia	34[4]	–	64	15	67	18	93	28	40	12

[1] Per Francia, Italia, Regno Unito e Svezia, 1995; per la Svizzera, 1994. [2] Non è possibile una distinzione fra le assicurazioni del ramo vita e le altre. [3] 1986. [4] Compagnie di assicurazione e fondi pensione autonomi.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella V.6

Vari fattori hanno favorito la crescita

L'eccezionale crescita degli investitori istituzionali negli ultimi anni ha tratto sostegno dall'operare congiunto di vari fattori, fra cui primeggia il processo globale di deregolamentazione che, eliminando tutta una serie di antiche barriere alla concorrenza, ha dato uno straordinario impulso alle forze di mercato. Adeguandosi alle realtà della moderna economia di mercato e motivati dalla consapevolezza che i sistemi previdenziali a ripartizione saranno presto sottoposti a gravi pressioni demografiche, i governi di molti paesi hanno introdotto incentivi legali e fiscali per promuovere lo sviluppo degli schemi capitalizzati. Un ulteriore fattore propulsivo è stato il protratto periodo di ascesa dei prezzi dei valori mobiliari il quale, se si prescinde da brevi episodi di correzione, durante quindici anni ha costantemente fornito alte remunerazioni di portafoglio e ha attratto nuovi fondi alla ricerca di perduranti profitti. Infine, la crescita dei fondi comuni è espressione del diffondersi fra gli investitori al dettaglio di una nuova cultura finanziaria anche nei paesi in cui è stato tradizionalmente poco sviluppato il piccolo azionariato.

Implicazioni sul piano delle scelte allocative

Le differenze strutturali influiscono sulle scelte allocative

L'allocazione del risparmio – sia a livello strategico, nella determinazione della configurazione generale del portafoglio in termini di categorie di attività, sia a livello tattico, nella selezione di specifici valori – non è indipendente dal contesto in cui sono operate le scelte. La crescente istituzionalizzazione del risparmio ha ripercussioni sull'allocazione delle attività in quanto le differenze fra i privati e le istituzioni in termini di motivazione, nonché di valutazione del rischio e del rendimento, si traducono in diversi comportamenti di investimento. Un'illustrazione di tali differenze è fornita dalla composizione tipica, negli Stati Uniti, dei portafogli dei fondi pensione rispettivamente a prestazione definita e a contribuzione definita. Gli schemi a prestazione definita, dove le scelte strategiche di

investimento rispecchiano la più elevata tolleranza al rischio del promotore, tendono ad avere una quota maggiore di azioni, e corrispettivamente una quota minore di obbligazioni e strumenti di mercato monetario rispetto ai fondi a contribuzione definita, la cui struttura di portafoglio è decisa direttamente dai beneficiari.

La crescente internazionalizzazione ...

Il forte aumento dei flussi internazionali di capitali in atto da parecchi anni trova parimenti riflesso nella composizione geografica dei portafogli degli investitori istituzionali. I dati statistici disponibili permettono di constatare alcuni fatti indicativi al riguardo. In generale, gli investimenti azionari tendono a essere più diversificati internazionalmente di quelli in titoli a reddito fisso in quanto che, al netto dell'aggiustamento per il rischio di cambio, le obbligazioni estere offrono minori benefici di diversificazione di lungo periodo rispetto alle azioni. La quota delle attività estere è massima nei portafogli dei fondi pensione, mentre le compagnie di assicurazione tendono a essere il gruppo con la minore diversificazione geografica. Sebbene la quota degli investimenti nei mercati emergenti sia andata crescendo negli ultimi anni, le attività internazionali degli investitori istituzionali dei paesi industriali si concentrano generalmente sui titoli emessi in quest'area.

... non modifica la propensione in favore delle attività interne ...

Nonostante la recente espansione, la quota degli investimenti internazionali nei portafogli degli investitori istituzionali è assai minore di quanto si potrebbe supporre sulla base della capitalizzazione relativa dei mercati nazionali. La propensione in favore dei titoli interni appare troppo forte da potersi spiegare con le ovvie barriere all'investimento estero: più alti costi di transazione e di informazione, rischio di cambio, nonché considerazioni di ordine giuridico, regolamentare e fiscale. Gli attuali livelli di diversificazione appaiono tuttavia meno sorprendenti se si considera la struttura del passivo degli investitori istituzionali. Il fatto che le passività delle imprese di assicurazione siano assimilabili a

Diversificazione internazionale dei portafogli istituzionali, 1996

	Fondi pensione		Compagnie di assicurazione[1]		Società di investimento		Capitalizzazione di borsa in % del mondo[4]
	Totale[2]	Azioni[3]	Totale[2]	Azioni[3]	Totale[2]	Azioni[3]	
	in percentuale						
Stati Uniti	11	16	7	4	7	10	45
Giappone	23	35	13	10	–	–	16
Germania	4	21	–	–	–	–	4
Francia	–	–	1[5]	1[5]	–	–	3
Italia	–	–	15	40	16	34	1
Regno Unito	28	28	18	19	15	16	9
Canada	17	37	26[6]	30[6]	37	40	3
Australia	20	27	22	29	–	–	2
Paesi Bassi	30	58	18	21	7	9	2
Svezia	6	27	16	36	20	23	1
Svizzera	16	33	–	–	49	51	2

[1] 1995. [2] Quota delle azioni e obbligazioni estere sul totale delle azioni e obbligazioni. [3] Quota delle azioni estere sul totale delle azioni. [4] In base all'indice IFC Investable per i mercati emergenti. [5] 1994. [6] 1991.

Fonti: OCSE; Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement; International Finance Corporation; Watson Wyatt. Tabella V.7

strumenti a reddito fisso limita considerevolmente i vantaggi potenziali della diversificazione internazionale, mentre tali vantaggi sono massimi nel caso dei fondi comuni, data la struttura più semplice del passivo.

... e cela uno squilibrio di *proporzioni*

Un aspetto della diversificazione internazionale nei portafogli degli investitori istituzionali, che non appare da queste cifre, è l'asimmetria di proporzioni esistente fra l'investitore e il mercato di investimento, specie nel caso delle economie emergenti. L'elevata concentrazione dei patrimoni istituzionali in alcuni dei paesi finanziariamente più avanzati contrasta con la dimensione relativamente modesta di molti mercati di investimento. Questa asimmetria, congiunta con i flussi e riflussi che hanno storicamente caratterizzato gli investimenti di portafoglio nelle economie emergenti (Capitolo VII), accentua il potenziale di instabilità, in quanto un modesto aggiustamento di portafoglio da parte dell'investitore può facilmente significare uno shock di prim'ordine per il mercato di investimento. Ad esempio, in base ai dati del 1995, un'ipotetica correzione dell'1% delle disponibilità azionarie degli investitori istituzionali nei paesi del G-7 a scapito di azioni di quest'area rappresenterebbe poco più dell'1% della capitalizzazione di mercato complessiva. La stessa correzione equivarrebbe al 27% della capitalizzazione delle economie asiatiche emergenti e a oltre il 66% dei mercati azionari dell'America latina.

Diversità degli investitori e meccanismi di feedback positivo

La diversità degli operatori promuove la stabilità finanziaria

Così come in un ecosistema, la stabilità nel sistema finanziario trae origine dalla coesistenza di partecipanti con obiettivi opposti e comportamenti fra di loro complementari. La volatilità del mercato e le distorsioni di prezzo sono causate da uno squilibrio fra l'intensità del bisogno dei venditori di liquidare determinate attività e quella del desiderio dei compratori di acquisire le medesime. Le implicazioni della crescente quota di risparmio incanalata attraverso gli investitori istituzionali per quanto riguarda la diversità di comportamento fra gli operatori di mercato sono una questione aperta. Da un lato, sia le motivazioni sia l'atteggiamento verso il rischio possono differire considerevolmente a seconda della tipologia degli investitori istituzionali. Per questo rispetto, la costante crescita di tutte le categorie di investitori dovrebbe promuovere la diversità degli attori del mercato finanziario. Al tempo stesso, tuttavia, vi sono evidenti ragioni per ritenere che le strutture di rischio e di remunerazione insite nel rapporto di gestione delegata possano limitare la capacità o volontà del gestore di assumere posizioni in controtendenza, rafforzando così comportamenti di tipo gregario. Inoltre, l'accresciuta istituzionalizzazione del risparmio è parte integrante della crescita di fondo in ampiezza e spessore dei mercati mobiliari. Un cambiamento degli atteggiamenti di mercato, da una disinibita ricerca di rendimenti elevati a un approccio difensivo teso a evitare i rischi, trova espressione nelle decisioni allocative degli investitori istituzionali. Spesso siffatti cambiamenti possono essere amplificati da meccanismi di retroazione dei movimenti di prezzo sulla domanda di attività istituzionali, il che a sua volta rafforza ancora la tendenza di mercato.

Mentre alcune tendenze favoriscono la diversità ...

L'evoluzione in atto nel settore comporta uno spostamento di responsabilità in ordine all'allocazione strategica, dal gestore professionale del pool di attività al proprietario che sopporta in definitiva il rischio di investimento.

L'espansione dei fondi comuni a scapito dei depositi bancari, lo sviluppo degli schemi di pensione capitalizzati e, nell'ambito di questi, l'accresciuta rilevanza assunta dai sistemi a contribuzione definita, sono tutte manifestazioni di questo spostamento. Di conseguenza, una più grande varietà di preferenze e opinioni può trovare espressione diretta nelle decisioni di investimento.

Questa tendenza trova inoltre sostegno in due sviluppi paralleli nel settore del risparmio gestito: il determinarsi di strategie di investimento specializzate e il ruolo dei consulenti patrimoniali. Sia i fondi comuni che i gestori indipendenti di fondi pensione tendono infatti a concentrarsi su una determinata classe di attività, scelta spesso in funzione di una specifica filosofia di investimento, nota anche come "stile di investimento". Tale stile di investimento è divenuto un efficace mezzo di comunicazione sia con gli investitori primari, che ripartiscono le proprie attività fra differenti tipologie di strumenti affidandole a gestori che seguono stili diversi, sia con i consulenti patrimoniali, che seguono e valutano la performance dei gestori in riferimento ad appropriati parametri di mercato. Al tempo stesso, giacché i mandati dei gestori diventano più strettamente definiti, gli investitori di fondi comuni e i promotori di fondi pensione vengono ad assumere un ruolo più importante nello spostamento di fondi fra le diverse classi di attività.

... altre causano comportamenti gregari ...

Un meccanismo attraverso il quale le dinamiche della gestione delegata di portafogli possono scoraggiare la diversità consiste nella frequente valutazione della prestazione dei gestori a fronte di parametri di riferimento ("benchmarks"). Il timore che una performance al disotto della norma, anche se imputabile a fattori puramente aleatori, possa causare disinvestimenti, e quindi più bassi introiti da commissioni, agisce da incentivo a evitare posizioni che potrebbero tradursi in significativi scostamenti dai parametri. L'incentivo dei gestori a seguire strategie gregarie è ancora maggiore allorquando la valutazione è compiuta per categorie omogenee di operatori. Una prestazione mediocre condivisa dal resto del gruppo è meno dannosa per il singolo che un insuccesso conseguente a una scelta di investimento in controtendenza dimostratasi non vincente. Le indicazioni episodiche di una propensione degli operatori ad emulare le scelte dei loro omologhi di maggior successo sembrano suffragare questa argomentazione teorica. La verifica empirica di un siffatto comportamento si confronta però con difficili problemi di identificazione e con la possibilità che esso tenda ad accentuarsi durante i periodi di forte tensione del mercato. Le poche ricerche condotte finora si sono concentrate sulla selezione nel breve periodo di specifici valori da parte dei gestori di attività, e i risultati ottenuti indicano che, quantunque presente, il comportamento gregario non è un fenomeno su vasta scala.

... e meccanismi di feedback positivo

Mentre tale comportamento si riferisce specificamente alle scelte operative dei gestori professionali di fondi, la strategia allocativa di base degli investitori istituzionali può originare meccanismi di feedback positivo che tendono a rafforzare la dinamica dei prezzi. Uno di questi meccanismi risulta dall'effetto combinato del desiderio dei gestori di attenersi a un determinato stile di investimento e della tendenza degli investitori a premiare una buona performance con l'affidamento di maggiori risorse. Poiché è improbabile che i gestori si discostino dallo stile di investimento dichiarato, tale afflusso addizionale di fondi tende ad

essere collocato nella stessa categoria di valori. In effetti, alcuni commentatori temono che il volume record di capitali affluiti ai fondi azionari sulla scia del forte rialzo delle borse nel primo trimestre 1998 possa essere il riflesso di aspettative irrealistiche dei piccoli risparmiatori.

Un meccanismo analogo, seppure più sottile, agisce allorché l'obiettivo del gestore è semplicemente quello di replicare il rendimento di un indice di riferimento. Poiché molti degli indici comunemente usati sono medie ponderate in base alla capitalizzazione, i pesi variano in funzione della performance più recente dei componenti dell'indice stesso, influenzando così l'allocazione di nuovi fondi ai differenti mercati. Un esempio di questo effetto è dato dai pesi relativi dell'Asia e dell'America latina nell'indice IFC Investable, che dopo la crisi del Sud-Est asiatico erano rispettivamente pari al 24 e 41%. Si tratta di un capovolgimento quasi completo rispetto ai valori del 45 e del 34% del gennaio 1997, che potrebbe aver contribuito all'esitante ritorno dei flussi di portafoglio verso le economie asiatiche.

Anche i requisiti minimi in termini di merito di credito dei titoli detenibili possono limitare la capacità di certi tipi di investitori istituzionali di assumere posizioni in controtendenza. Tali requisiti derivano talvolta dal quadro normativo, ma sono spesso autoimposti, ad esempio dai gestori di fondi pensione. In seguito al declassamento di talune categorie di emittenti, è possibile che agli investitori non resti altra scelta che quella di liquidare le corrispondenti attività anche se ritengono che la situazione possa correggersi in tempi brevi.

Una buona performance del portafoglio di un fondo pensione che generi introiti superiori al fabbisogno attuariale di finanziamento si traduce frequentemente in una sospensione dei contributi a carico del promotore. È stato fatto osservare che in tal caso verrebbe a operare un meccanismo moltiplicatore, nella misura in cui il conseguente aumento degli utili tende a far salire il valore delle azioni della società riducendo ulteriormente il fabbisogno di contributi, e così via. L'assunto implicito è, ovviamente, che i possibili effetti negativi sul prezzo delle azioni esercitati dai minori contributi al fondo pensione non neutralizzino gli effetti positivi dei più elevati utili.

Risposta degli investitori istituzionali agli eventi del 1997

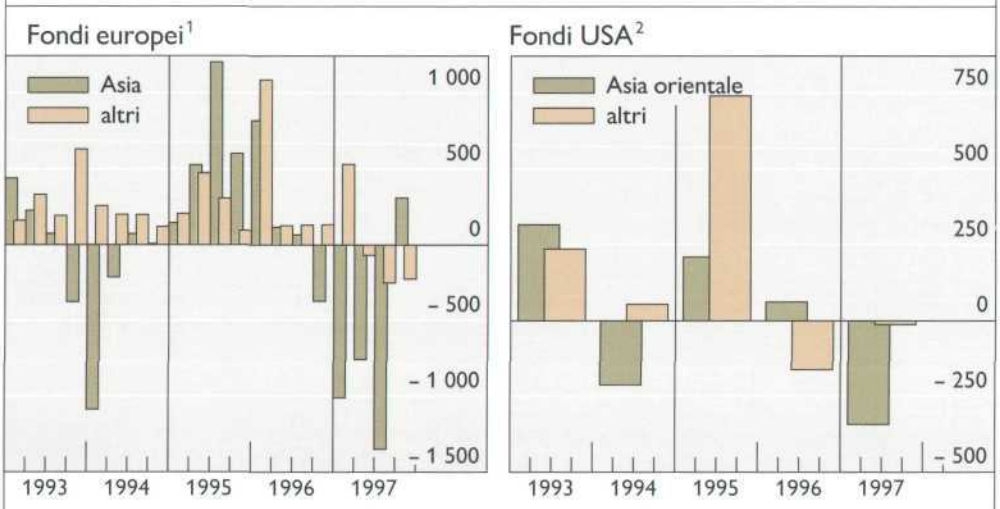
La contagiosa crisi valutaria che ha colpito i paesi del Sud-Est asiatico a partire dal luglio 1997 e la caduta generalizzata dei mercati azionari nell'ottobre dello stesso anno offrono l'opportunità di esaminare il comportamento degli investitori istituzionali in periodi di turbolenza. Può essere altresì istruttivo comparare la loro reazione con quella di altri operatori finanziari, nonché con precedenti episodi di tensione, al fine di valutarne l'impatto sulla stabilità del mercato finanziario.

Precoce disimpegno dall'Asia da parte dei fondi pensione ...

I dati sugli investimenti dei fondi pensione di Paesi Bassi, Regno Unito e Stati Uniti mostrano che i gestori di questi organismi avevano avviato una riduzione della loro esposizione verso l'Asia già nell'ultimo trimestre 1996, forse in risposta a incipienti segni di tensione. Anche se verosimilmente ha rappresentato in parte l'aggiustamento di una esposizione eccessiva, tale disimpegno era in linea con i risultati di sondaggi che palesavano un entusiasmo decrescente del mercato per la regione vari mesi prima dello scoppio della crisi in luglio. Il comportamento

Flussi di investimento dei fondi pensione verso i mercati emergenti

In milioni di dollari USA



[1] Sulla base di estesi campioni di fondi britannici e olandesi. [2] Variazioni, al netto delle rettifiche di valutazione, degli investimenti di portafoglio di un campione di fondi USA.

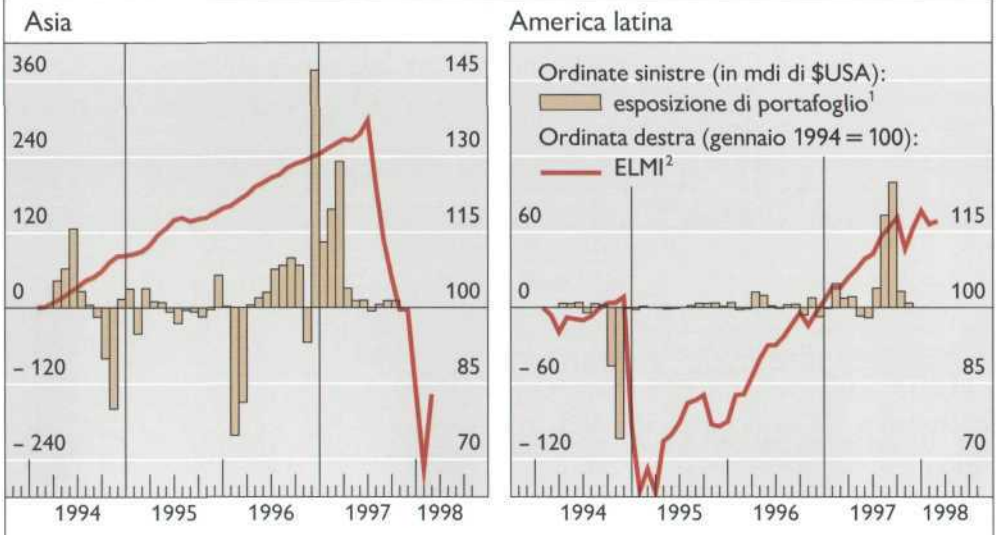
Fonti: The WM Company; Frank Russell; elaborazioni BRI. Grafico V.7

dei gestori di fondi pensione contrasta nettamente con quello delle banche, che paiono aver incrementato la loro esposizione verso i mutuatari asiatici fino al secondo trimestre 1997 (grafico VIII.5). Se ciò sia la dimostrazione di una maggiore perspicacia da parte dei gestori, oppure il risultato della riluttanza dei banchieri a ritirarsi rapidamente per timore di compromettere le relazioni con la clientela, è questione che resta da chiarire. Altrettanto incerta è la misura in cui le decisioni di investimento delle banche sono state influenzate da meccanismi di garanzia di ultima istanza per i crediti interbancari o dall'aspettativa di interventi della comunità finanziaria internazionale in caso di crisi. Resta comunque il fatto che le due categorie di istituzioni hanno mostrato comportamenti differenti.

... e degli hedge funds

Gli hedge funds hanno acquistato notorietà per le loro strategie aggressive di investimento e la relativa segretezza della loro attività. Tuttavia, nonostante le voci ricorrenti, non vi sono prove concrete che nell'insieme tali fondi abbiano contribuito significativamente a innescare o persino a intensificare la sequenza di deprezzamenti delle valute del Sud-Est asiatico. In assenza di dati pubblicamente disponibili sulle posizioni degli hedge funds, il grafico V.8 presenta una stima statistica delle esposizioni aggregate di portafoglio verso l'Asia e l'America latina durante il periodo 1994–97 per un gruppo di fondi specializzati in investimenti globali, valute comprese. Le esposizioni sono calcolate in base alla dimensione degli hedge funds e alla sensibilità stimata dei rendimenti di portafoglio pubblicati all'andamento dei mercati sottostanti. Il grafico mostra che, mentre vi era una considerevole esposizione verso l'Asia agli inizi del 1997, queste posizioni lunghe risultavano sensibilmente ridotte qualche mese prima della crisi. Nello stesso tempo erano aumentate le posizioni verso i paesi dell'America latina. Inoltre, da questa analisi non emerge alcuna evidenza statistica che gli hedge funds, *in quanto gruppo,* abbiano mai avuto ingenti posizioni corte contro le valute asiatiche durante e dopo l'estate 1997.

Esposizione di portafoglio stimata degli hedge funds verso i mercati emergenti



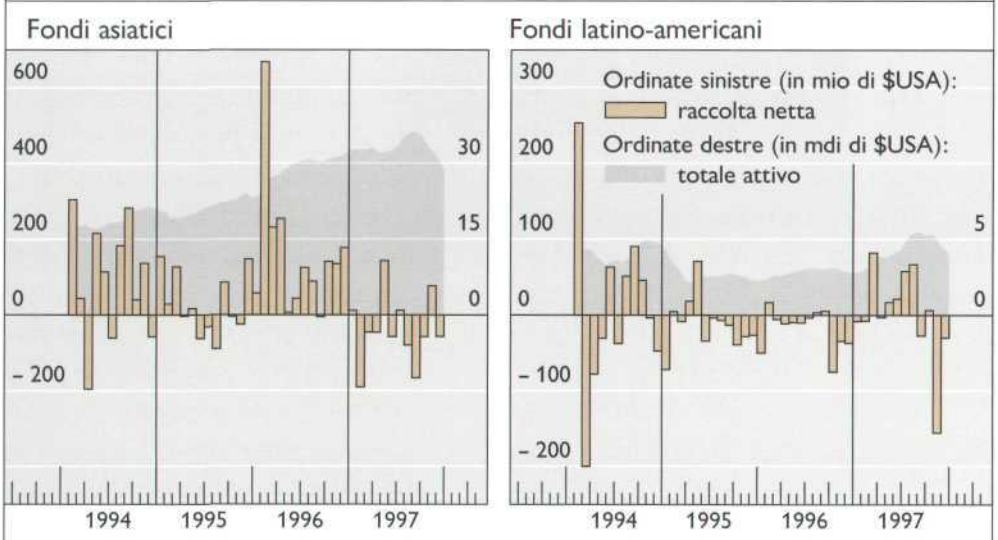
[1] Calcolata come prodotto della dimensione del fondo per la sensibilità dei rendimenti di portafoglio pubblicati alle variazioni dell'indice di mercato. [2] Emerging Local Markets Index di J.P. Morgan.

Fonti: Managed Accounts Report Inc.; J.P. Morgan Securities Inc.; elaborazioni BRI. Grafico V.8

Disimpegno dei fondi comuni da tutti i mercati emergenti ...

Il comportamento dei gestori di fondi pensione e di hedge funds prima, durante e dopo la crisi asiatica contrasta con quello seguito dagli investitori in fondi comuni USA specializzati nei mercati emergenti (grafico V.9). Lo spostamento di questi ultimi dai fondi asiatici verso i fondi latino-americani, cominciato nei primi mesi del 1997, si è intensificato durante i mesi estivi dopo i primi episodi di deprezzamento. Esso si è poi trasformato in un disimpegno generalizzato da entrambe le regioni nel corso dell'autunno, allorché la turbolenza è proseguita e ha fatto sentire i suoi contraccolpi sui mercati azionari dei paesi

Raccolta netta dei fondi comuni azionari internazionali USA*



* Medie mensili.

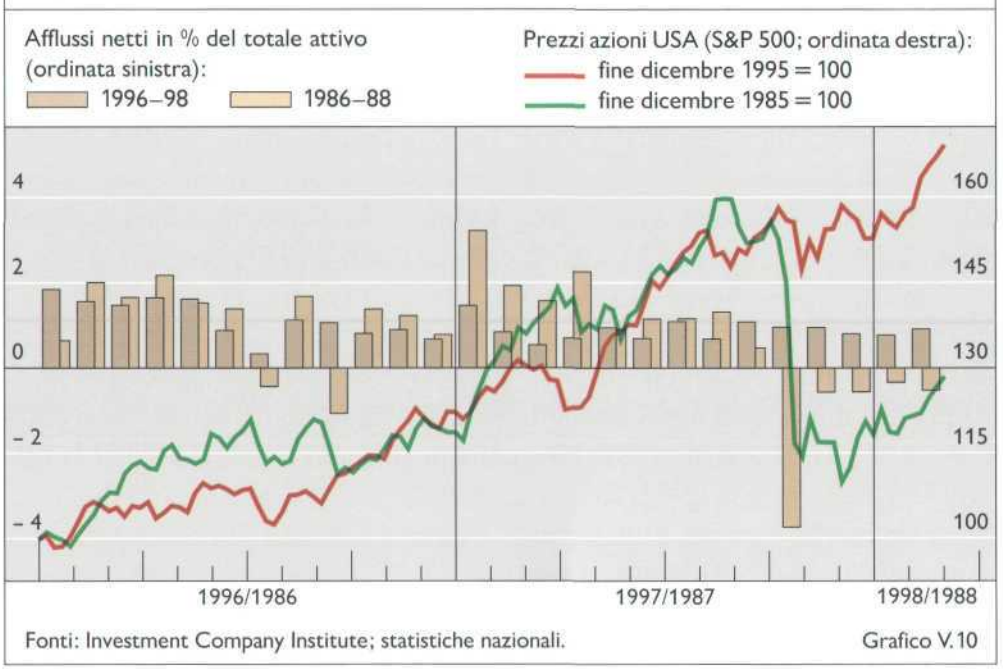
Fonte: AMG Data Services. Grafico V.9

industriali. Per contro, allo scoppio della crisi messicana, nel dicembre 1994, il flusso di risorse verso i fondi specializzati nelle economie asiatiche emergenti si era interrotto soltanto momentaneamente, un indizio questo che la fiducia in tali economie da parte degli investitori nei fondi comuni non era stata intaccata dagli eventi nell'America latina.

... ma non dal mercato azionario USA

L'attenzione di molti operatori si è concentrata sulla reazione dei singoli investitori in fondi comuni nei giorni che hanno seguito la brusca caduta dei corsi azionari dello scorso ottobre. L'assenza di disinvestimenti importanti è stato uno dei fattori che hanno rafforzato la convinzione del mercato che l'episodio non fosse altro che una temporanea correzione. In effetti, nel mese di ottobre, i fondi azionari USA hanno registrato afflussi netti dell'ordine dello 0,8%, a indicazione della perdurante fiducia degli investitori al dettaglio a riguardo delle quotazioni correnti. È interessante un raffronto con precedenti episodi di forte calo e di accentuata volatilità dei corsi azionari. In risposta alla crisi borsistica dell'ottobre 1987 i ritiri dai fondi comuni azionari avevano toccato una punta record, con deflussi netti pari al 3,7% dei portafogli. Sebbene il grosso dei disinvestimenti fosse intervenuto nei tre giorni successivi alla crisi, i deflussi erano poi proseguiti per gran parte del 1988. Considerata la portata relativa dei due cali borsistici, a un giudizio retrospettivo appare che la reazione degli investitori in fondi comuni è stata in entrambi i casi piuttosto misurata e che il loro istinto si è rivelato giusto. La resilienza degli investitori al dettaglio ha contribuito a riportare la liquidità sul mercato, evitando in tal modo un protratto forte aumento della volatilità dei prezzi, com'era invece avvenuto in occasione di un altro episodio, nell'ottobre 1989. L'analisi ex post degli accadimenti di quel mese ha mostrato che, in un contesto di vendite generalizzate e di nervosismo da parte degli investitori, i market-makers non erano stati disposti a fornire liquidità, acuendo così ulteriormente le tensioni di mercato. Per

Raccolta netta dei fondi comuni azionari USA



Fonti: Investment Company Institute; statistiche nazionali. Grafico V.10

converso, la pronta ripresa verificatasi nell'ottobre scorso ha spianato il cammino alla spettacolare ascesa delle quotazioni azionarie nel primo trimestre di quest'anno.

Questi vari esempi dimostrano che la risposta degli investitori istituzionali non è necessariamente uniforme per le differenti categorie di operatori o in differenti situazioni. Al tempo stesso, tuttavia, e a prescindere dal momento in cui i vari tipi di investitori hanno iniziato a ridurre la propria esposizione verso il Sud-Est asiatico, questa regione ha subito un generalizzato ritiro di fondi bancari e non bancari nella seconda metà del 1997. Ciò illustra come il perseguimento di strategie altamente correlate da parte di diversi operatori possa concorrere ad amplificare i movimenti dei prezzi delle attività. Data la dimensione dei portafogli istituzionali, tendenze anche leggere di questo genere sono potenzialmente in grado di causare gravi perturbazioni nel processo di determinazione del prezzo.

Prospettive

Gli investitori istituzionali rappresentano una componente duratura del panorama finanziario e la loro crescita è destinata a continuare a un ritmo analogo, e forse anche più rapido. I fattori che favoriscono il loro sviluppo sono tutt'altro che transitori e in molti casi hanno appena iniziato a produrre i loro effetti. Le modalità di comportamento di questi operatori costituiranno pertanto una determinante di sempre maggior peso delle condizioni dei mercati finanziari nazionali e internazionali, le cui implicazioni per la stabilità meritano attenta considerazione.

Uno squilibrio fra domanda e offerta di strumenti tradizionali ...

Una naturale conseguenza della rapida espansione dell'investimento istituzionale è la crescente domanda di titoli liquidi e trasferibili che offrano opportunità di diversificazione. A ciò fa tuttavia riscontro una netta tendenza calante nell'offerta dei valori costituenti la base dei portafogli dei fondi pensione e dei fondi comuni, quali i titoli pubblici e le azioni quotate dei paesi industriali. Negli Stati Uniti le emissioni azionarie nette sono in calo da più di quattro anni per effetto di un'ondata di fusioni e acquisizioni, che a differenza di quanto era avvenuto negli ultimi anni ottanta non sono state finanziate mediante obbligazioni, e di riscatti di azioni proprie diretti ad aumentare la remunerazione degli azionisti. Inoltre, gli sforzi di consolidamento delle finanze pubbliche in tutto il mondo industrializzato (Capitolo II) si traducono in una minore offerta di titoli di Stato di prim'ordine. Di conseguenza, i recenti tassi di crescita dei prezzi delle attività e i livelli storicamente alti degli indici di valutazione, di cui si è trattato nella prima parte del capitolo, potrebbero essere, almeno in parte, il temporaneo risultato di uno squilibrio strutturale fra i trend della domanda e dell'offerta.

... darà impulso agli investimenti alternativi

Un'altra conseguenza dello squilibrio fra le esigenze di portafoglio degli investitori istituzionali e l'offerta di azioni e titoli pubblici è che la domanda dovrà essere soddisfatta da altri tipi di valori. Ciò è destinato a dare impulso ai mercati dei prestiti titolarizzati, delle azioni fuori listino, dei titoli di mercati emergenti e di altre forme alternative di investimento. È inoltre probabile che venga favorito l'ulteriore sviluppo di strumenti sintetici che replicano le caratteristiche di rischio/rendimento dei titoli di Stato mediante l'utilizzo di prodotti derivati strutturati. In effetti, i risultati di indagini mostrano che nel corso degli ultimi anni le forme di investimento alternative, quali i fondi specializzati in "leveraged buyouts", azioni internazionali non quotate e capitale di rischio, hanno guadagnato

Tendenze nell'offerta di azioni quotate e di titoli di Stato[1]

In miliardi di dollari USA

[1] Paesi del Gruppo dei Sette esclusa l'Italia. [2] Per la Francia, emissioni lorde.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; stime BRI. Grafico V.11

notevole terreno nei portafogli degli investitori istituzionali, con esposizioni dell'ordine di $70 miliardi per i fondi pensione statunitensi e canadesi. Nell'Europa continentale, la crescita degli investitori istituzionali combinata con l'introduzione della moneta unica dovrebbe parimenti stimolare lo sviluppo ulteriore del mercato delle obbligazioni societarie, attualmente in ritardo rispetto a quello dei paesi anglofoni.

Il processo di consolidamento mette alla prova il quadro regolamentare

La tendenza al consolidamento che interessa tutti i segmenti del settore dei servizi finanziari ha importanti conseguenze per gli assetti organizzativi dei gestori di attività e per i loro rapporti con le altre categorie di istituzioni finanziarie. I conglomerati attivi nella gestione di fondi stanno costantemente aumentando di dimensioni, sia per crescita naturale sia attraverso acquisizioni. Nei passati mesi si sono avuti diversi casi notori di concentrazione nel settore assicurativo, alcuni dei quali a livello internazionale. Inoltre, due sviluppi strutturali di grande rilevanza, ossia l'ulteriore liberalizzazione del mercato dei servizi finanziari in Giappone e la creazione della moneta unica in Europa, forniranno un notevole stimolo alle operazioni internazionali nel prossimo futuro. Le banche partecipano già in misura sostanziale alla produzione, commercializzazione e distribuzione di strumenti di investimento collettivo e hanno iniziato a operare nel comparto assicurativo. La prevista fusione di due grandi banche svizzere darà origine alla maggiore società di gestione di fondi del mondo. Vi sono state altresì diverse fusioni o alleanze strategiche fra banche e gestori di fondi con l'obiettivo di migliorare il collegamento fra la produzione e la distribuzione dei prodotti finanziari. In alcuni paesi i fondi pensione più floridi saranno tentati di allargare la gamma dei servizi offerti, concludendo alleanze con i fornitori (banche e assicurazioni) oppure lanciandosi essi stessi nella creazione dei nuovi prodotti. Questi sviluppi inducono a chiedersi se gli attuali assetti regolamentari, che restano segmentati per categorie istituzionali e giurisdizioni nazionali, siano adeguati a un paesaggio finanziario in cui queste linee di demarcazione si fanno sempre più sfocate.

La crescita degli investitori istituzionali contribuisce all'instabilità finanziaria? La risposta è probabilmente no, in quanto causa primaria delle turbolenze di mercato. Tuttavia, in ragione della dimensione dei portafogli di tali operatori, questi costituiscono solitamente il canale principale attraverso il quale i cambiamenti di umore degli investitori si trasmettono ai mercati finanziari. I fattori esaminati più sopra, che potrebbero indurre gli investitori istituzionali ad adottare comportamenti atti, in certi casi, ad amplificare le dinamiche dei prezzi, richiedono ulteriore approfondimento analitico. È necessario che le istanze cui compete la salvaguardia della stabilità finanziaria a livello sia nazionale che internazionale comprendano il modo in cui i vari tipi di investitori si comportano e reagiscono alle condizioni di mercato. In un mercato finanziario globale sempre più liberalizzato la chiara comprensione e la capacità di gestione delle dinamiche del mercato assieme ai connessi rischi costituiscono la migliore salvaguardia contro eccessi di volatilità che possono sfociare in costose crisi.

VI. Tassi di cambio e flussi di capitali

Aspetti salienti

Nel 1997 e nei primi mesi del 1998 gli andamenti ciclici attuali e prospettici delle tre principali economie hanno continuato a dominare le aspettative di tasso d'interesse e i movimenti del dollaro rispetto allo yen e al marco tedesco. La moneta giapponese ha mostrato una variabilità maggiore di quella del marco in seguito al mutare delle percezioni circa la dinamica dell'economia nipponica. Come nel 1996, il vigore della valuta USA ha avuto un effetto redistributivo sulla domanda mondiale, che ha concorso a stabilizzare riorientandola dall'economia di pieno impiego degli Stati Uniti verso altre ancora operanti al disotto del potenziale. Resta da vedere se il disavanzo corrente statunitense, di cui si prevede un consistente ampliamento a seguito delle variazioni dei cambi e della crisi asiatica, si rivelerà sostenibile dato il persistente accumulo di passività esterne del paese.

Per l'influsso congiunto di vari fattori, nel 1997 cospicui deprezzamenti valutari hanno progressivamente interessato l'Asia orientale e altre aree geografiche. Oltre alle analogie nella situazione interna, tali episodi hanno avuto come denominatore comune la forza del dollaro, la concorrenza negli scambi internazionali, gli ampi spostamenti delle posizioni speculative e il ritiro di capitali esteri da mercati ritenuti simili. La minore crescita del prodotto e il calo della ricchezza in Asia hanno depresso i prezzi dell'oro e delle materie prime e hanno pertanto sospinto verso il basso la moneta canadese e quella australiana.

In presenza di un dollaro statunitense forte, gran parte delle divise europee ha mantenuto o rafforzato la propria posizione contro il marco. Al convergere delle politiche fiscali e dell'inflazione, i cambi a termine e i corsi delle opzioni valutarie hanno scontato l'arrivo dell'euro con oltre un anno di anticipo rispetto al previsto avvio della UEM. Già nel 1997 gli scambi fra la moneta tedesca e quelle degli altri probabili partecipanti all'unione monetaria avevano subito un rallentamento.

Dollaro USA, marco tedesco e yen

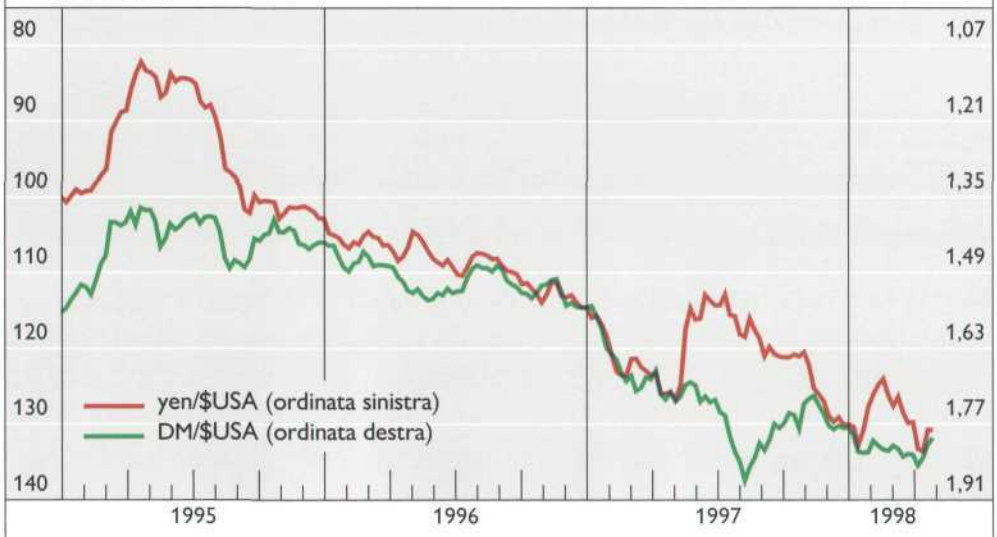
Il dollaro e gli andamenti congiunturali

Risposta del dollaro alle diverse aspettative di crescita

Il 1997 è iniziato con un dollaro in fase ascendente rispetto al marco e allo yen (grafico VI.1) per effetto delle attese di un inasprimento della politica monetaria statunitense e dell'orientamento immutato di quella tedesca e giapponese (grafico VI.2). Tali aspettative si fondavano sui segnali di un'accelerazione della crescita negli Stati Uniti, cui si sommavano l'aumento della

Dollaro USA: tasso di cambio rispetto a yen e marco tedesco

Medie settimanali*



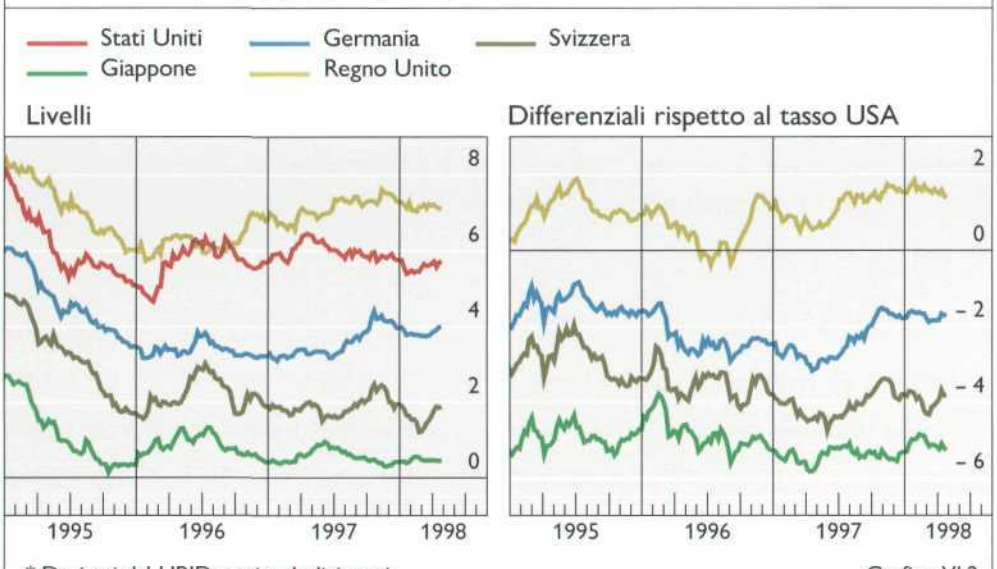
* Scale invertite. Un calo indica un apprezzamento del dollaro. Grafico VI.1

disoccupazione in Germania e la persistente debolezza del settore finanziario in Giappone. Deflussi di capitali particolarmente ampi da quest'ultimo paese verso il mercato statunitense in aprile hanno concorso al notevole incremento delle transazioni internazionali in titoli obbligazionari e azionari (tabella VI.1) e hanno accentuato la flessione dello yen (grafico VI.3).

Fra maggio e luglio il dollaro ha avuto un andamento a forbice rispetto allo yen e al marco. Contro quest'ultimo si è apprezzato avvicinandosi a quota DM 1,90, un record assoluto per questo decennio, nel contesto di aspettative sempre più convergenti di un'ampia partecipazione all'euro nei tempi previsti. Nel contempo ha subito un cospicuo deprezzamento nei

Tassi d'interesse a termine a sei mesi*

Medie settimanali, in percentuale e punti percentuali



* Derivati dal LIBID a sei e dodici mesi. Grafico VI.2

Transazioni internazionali in obbligazioni e azioni*

	1975	1980	1985	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
	in percentuale del PIL											
Stati Uniti	4	9	35	101	89	96	107	129	131	135	160	213
Giappone	2	8	62	156	119	92	72	78	60	65	79	96
Germania	5	7	33	66	57	55	85	170	158	172	199	253
Francia		5	21	52	54	79	122	187	197	187	258	313
Italia	1	1	4	18	27	60	92	192	207	253	470	672
Canada	3	9	27	55	65	83	114	153	208	189	251	358

*Acquisti e vendite di titoli su base lorda fra residenti e non residenti.

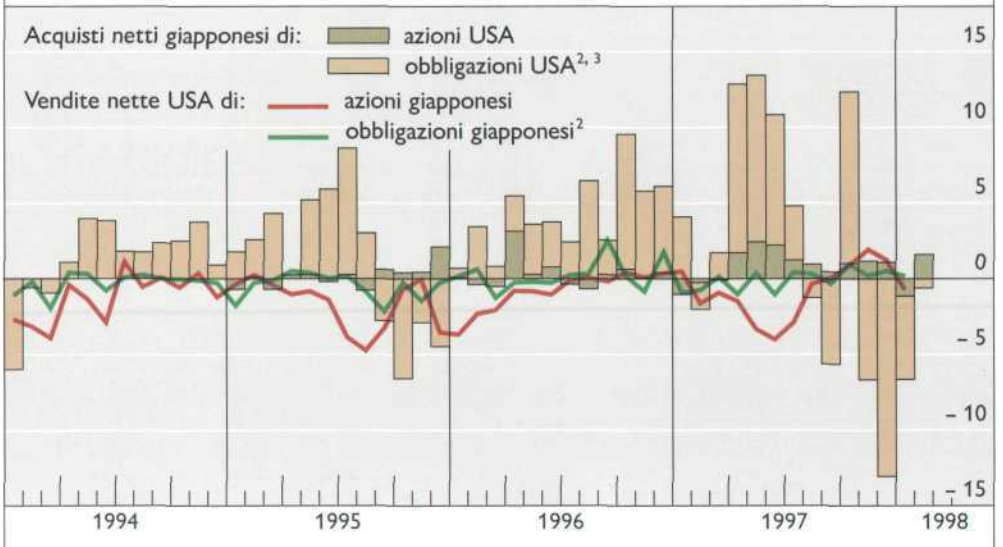
Fonte: dati nazionali di bilancia dei pagamenti. Tabella VI.1

confronti dello yen in risposta alle percezioni (risultate poi erronee) di un miglioramento dell'economia giapponese. La moneta nipponica si è altresì rafforzata allorché gli operatori hanno interpretato le dichiarazioni delle autorità monetarie in Giappone e negli Stati Uniti nel senso di possibili acquisti ufficiali di yen contro dollari. In questa fase gli investitori giapponesi hanno sfruttato la forza della loro valuta continuando a comprare ingenti quantitativi di obbligazioni USA.

La forbice si è chiusa in estate quando l'annuncio di dati deludenti sull'economia nipponica ha smorzato l'ottimismo circa l'accelerazione della crescita. Ciò rendeva meno verosimile un aumento dei tassi d'interesse giapponesi, mentre quelli statunitensi venivano considerati stabili. L'entità del disavanzo commerciale degli Stati Uniti con il Giappone può tuttavia aver moderato l'apprezzamento del dollaro rispetto allo yen. Il recupero del marco tedesco contro la valuta USA nello stesso periodo ha rispecchiato le

Flussi di portafoglio dal Giappone verso gli Stati Uniti[1]

In miliardi di dollari USA



[1] Un segno positivo (negativo) indica un flusso netto dal (verso il) Giappone. [2] I dati possono comprendere transazioni ufficiali. [3] Nei dati per il 1994 sono compresi i titoli azionari USA.

Fonti: Ministero delle Finanze giapponese; Tesoro degli Stati Uniti. Grafico VI.3

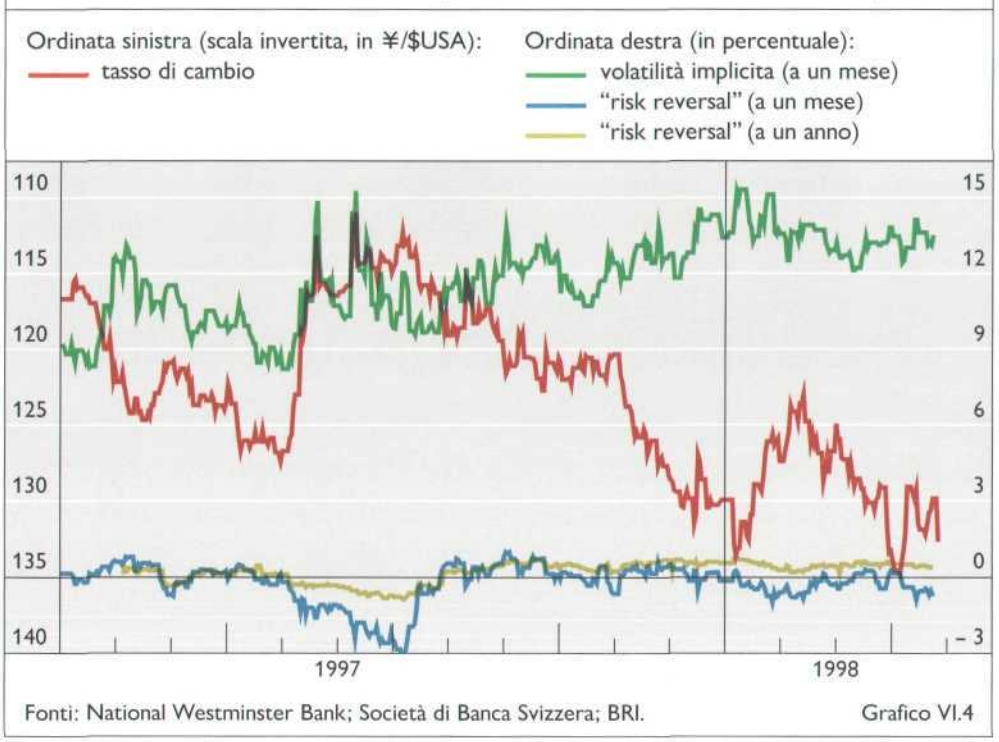
aspettative di un certo inasprimento monetario in Germania, di fatto poi realizzatesi ai primi di ottobre.

Ingenti vendite giapponesi di obbligazioni estere ...

Dalla fine di ottobre alla fine di dicembre il diffondersi della crisi in Asia ha influenzato le variazioni dei cambi fra le tre valute principali. Il convincimento del mercato che il Giappone avrebbe avvertito l'impatto più forte ha teso ad accentuare l'indebolimento dello yen dato il crescente pessimismo circa le prospettive dell'economia giapponese e i timori di tensioni finanziarie. In questo periodo gli investitori nipponici hanno liquidato quantitativi senza precedenti di obbligazioni estere annullando gli ingenti acquisti durante la fase di vigore relativo della moneta locale (grafico VI.3). Tali flussi sono parzialmente ascrivibili alle banche, che hanno ridotto le proprie attività in dollari per rimborsare passività nella stessa valuta. In ogni caso, dal momento che queste vendite hanno in parte determinato acquisti di yen contro dollari, la debolezza della divisa nipponica sembra indicare la presenza di altre forze. Tra queste potrebbero presumibilmente figurare le ingenti posizioni corte assunte da speculatori esteri sul mercato a pronti e su quello delle opzioni. È stato segnalato l'acquisto di contratti call in dollari a lunga scadenza al cambio corrente da parte di hedge funds e di operatori agenti in proprio, nell'aspettativa che la debolezza economica e la fragilità finanziaria del Giappone avrebbero causato un ulteriore apprezzamento della moneta USA sullo yen. Dato il consistente differenziale di interesse, tali opzioni erano a valore negativo (pertanto a basso prezzo) e avrebbero avuto un rendimento positivo con un rafforzamento anche solo marginale del dollaro. Un'indicazione di questo comportamento speculativo proviene dal persistente premio delle opzioni call in dollari a un anno sulle analoghe opzioni in yen a fine 1997 e agli inizi del 1998 (un "risk reversal" positivo nel grafico VI.4).

... più che controbilanciate dagli investimenti speculativi

Tasso di cambio, volatilità implicita e "risk reversals" dello yen



Fonti: National Westminster Bank; Società di Banca Svizzera; BRI. Grafico VI.4

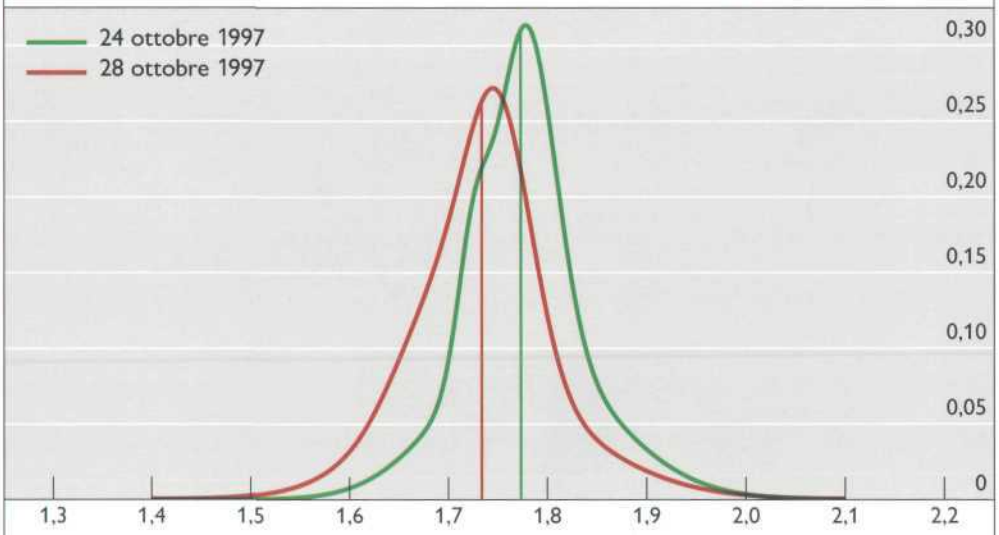
Il calo del dollaro e dei corsi azionari USA in ottobre ...

In contrasto con il suo vigore rispetto allo yen, la divisa statunitense si è indebolita contro il marco tra la fine di ottobre e la metà di novembre, rispecchiando il convincimento degli operatori che la crisi asiatica avrebbe avuto un impatto economico maggiore negli Stati Uniti che in Europa. Come nel 1996, la caduta più forte del dollaro ha coinciso con la giornata di massima flessione dei corsi azionari negli Stati Uniti (il 27 ottobre). Alla flessione, occasionata dal crollo della borsa di Hong Kong, si è accompagnato l'accrescersi delle incertezze tra gli operatori (un aumento della varianza della distribuzione di probabilità implicita nei prezzi delle opzioni). Sul mercato è altresì emersa la disponibilità a pagare premi più elevati per prodotti che sarebbero divenuti profittevoli in caso di forte deprezzamento della moneta USA nei mesi successivi (*un allargamento della coda sinistra della distribuzione nel* grafico VI.5).

... evidenzia il rapporto tra cambi e mercati azionari

A eccezione dei giorni di fortissimi cedimenti dei valori azionari statunitensi, la relazione fra l'andamento delle valute e quello dei corsi azionari non è uniforme. Con un elevato ma stabile differenziale di interesse a breve tra dollaro e yen negli ultimi due anni, l'alternanza di pessimismo e ottimismo circa le prospettive di una crescita sostenuta in Giappone ha trovato espressione in un'affinità fra i movimenti dello yen e quelli del mercato azionario nipponico (questa correlazione è stata alquanto elevata, sebbene la risposta generalmente positiva degli utili societari giapponesi all'indebolimento della moneta nazionale sembri indicare una correlazione opposta, come quella osservata nell'Europa continentale). Il mercato azionario USA e il cambio dollaro/marco hanno evidenziato un nesso molto meno stretto, specialmente nel 1998 (grafico VI.6). Senza dubbio, entrambi hanno rispecchiato il modificarsi delle attese degli investitori circa la tenuta della crescita statunitense e la connessa speranza di un buon andamento dei prezzi delle attività, come

Distribuzioni di probabilità del marco tedesco rispetto al dollaro



Nota: il 27 ottobre 1997 l'indice Dow Jones ha perso 554 punti, pari al 7,2%. Il calcolo ipotizza neutralità rispetto al rischio. Le linee verticali indicano il tasso a termine desunto dai contratti futures (vale a dire la media della distribuzione) per ogni data.

Fonte: W. Melick (Consiglio della Riserva federale) su dati del Chicago Mercantile Exchange.

Grafico VI.5

indicano i $66 miliardi netti di titoli azionari USA acquistati da operatori esteri nel 1997. Nel contempo, la scarsa correlazione è riconducibile al peso delle mutevoli percezioni circa la posizione ciclica relativa di Europa e Stati Uniti. L'univocità del nesso causale nel caso del cambio dollaro/yen, rispetto alla complessità delle forze che agiscono su quello dollaro/marco, contribuisce a spiegare un siffatto andamento a forbice.

A metà novembre gli operatori di mercato iniziavano a ritenere che l'Europa sarebbe stata più esposta del previsto alle ricadute della crisi asiatica. Tale percezione – sommata alle dichiarazioni ufficiali sulla convergenza dei tassi d'interesse in Europa – li ha indotti a rivedere le aspettative di ulteriori aumenti dei tassi guida tedeschi. Di conseguenza, il marco ha subito un graduale deprezzamento rispetto al dollaro fino al volgere dell'anno.

La forbice si è riaperta a metà gennaio quando il dollaro veniva scambiato all'interno di una banda ristretta attorno a DM 1,80 mentre lo yen rimbalzava da quasi ¥134 per dollaro a circa ¥125. All'apprezzamento della moneta giapponese hanno concorso le attese di un ulteriore pacchetto di

Tassi di cambio e mercati azionari

Fonti: DRI; statistiche nazionali; BRI. Grafico VI.6

incentivi fiscali e di misure di deregolamentazione in vista dell'incontro del G-7 il 20 febbraio. Hanno altresì influito le prospettive più favorevoli delle altre economie dell'Asia orientale e i timori circa l'intervento delle autorità monetarie giapponesi. Ai primi di aprile lo yen ridiscendeva tuttavia a circa ¥135 contro il dollaro, la sua quotazione minima dal settembre 1991, poiché alle mediocri prospettive dell'economia nipponica evidenziate dall'indagine "Tankan" faceva riscontro la decisione di un'agenzia specializzata di modificare le sue previsioni sul rating del debito sovrano giapponese da stabili a negative. Le vendite di dollari da parte della Banca del Giappone hanno impedito un ulteriore cedimento dello yen nei confronti della moneta USA.

Prospettive a riguardo del dollaro

La forza del dollaro favorisce una redistribuzione della domanda ...

Da un punto di vista congiunturale, nel 1997 – così come nei due anni precedenti – il vigore del dollaro ha contribuito a un assetto più equilibrato dei tassi di crescita nei paesi industriali. Infatti esso ha teso a ridistribuire la domanda mondiale, riorientandola dall'economia statunitense in forte espansione verso altre meno dinamiche. In un'ottica di lungo periodo la persistente forza della moneta USA potrebbe tuttavia svolgere un ruolo meno stabilizzante. A giudicare dal suo valore di scambio in termini di beni e servizi rispetto alla Germania e al Giappone, come indicato dallo scarto tra il tasso di mercato e le stime della parità del potere d'acquisto, il dollaro sarebbe sottovalutato (tabella VI.2). Eppure, il disavanzo corrente di $166 miliardi nel 1997 sembra destinato ad ampliarsi ulteriormente quest'anno in considerazione della forza della valuta USA e del calo delle esportazioni verso l'Asia. Ci si può quindi chiedere se i crescenti disavanzi correnti statunitensi siano sostenibili alla luce dell'accumulo di passività esterne del paese.

... ma solleva interrogativi sul lungo periodo

Un modo per rispondere al suddetto interrogativo consiste nell'esaminare le stime dei tassi di cambio di equilibrio fondamentale, che tentano di individuare il livello del dollaro compatibile con un rapporto stabile tra debito esterno e prodotto sul lungo periodo. Tali stime, seppur necessariamente imprecise, inducono a ritenere che a maggio 1998 la moneta nordamericana sia visibilmente sopravvalutata rispetto al marco e ancor più rispetto allo yen.

Dollaro USA: stime della parità del potere d'acquisto e del valore di equilibrio fondamentale

	Tasso di cambio di mercato[1] rispetto al dollaro	Parità del potere d'acquisto (PPA)		PPA corretta per la produttività	Tasso di cambio di equilibrio fondamentale	
		OCSE[2]	Penn[3]	Goldman Sachs[4]	IIE	SBS[4]
Marco	1,77	2,02	2,12	1,51	1,45–1,50	1,40
Yen	132	169	188	124	100	95

[1]L'11 maggio 1998. [2]Media del 1997. [3]1992. [4]Primi mesi del 1998.

Fonti: OCSE; Penn World Tables 5.6; Goldman Sachs; John Williamson, aggiornamento non ufficiale al 1996 delle stime contenute in "Estimating equilibrium exchange rates"; Institute for International Economics (IIE), Washington, D.C. (settembre 1994); Società di Banca Svizzera (SBS).

Tabella VI.2

Un aspetto confortante è la disponibilità degli investitori privati a finanziare il disavanzo corrente statunitense dello scorso anno. Gran parte dell'aumento delle passività esterne USA nel 1997 sembra essere stata facilmente assorbita dal settore privato giacché le riserve valutarie ufficiali in generale, e quelle in dollari in particolare, hanno registrato incrementi solo modesti dopo svariati anni di rapidissima crescita (tabella VI.3). Le disponibilità ufficiali sono diminuite in varie economie emergenti a seguito dell'inversione dei flussi privati verso l'Asia ma sono aumentate in corso d'anno in altri paesi, segnatamente in Cina, a Hong Kong, in India, in Polonia e persino in Russia, nonostante i deflussi registrati da quest'ultima nel quarto trimestre. Nello stesso periodo esse hanno seguito un profilo di crescita moderata (a cambi costanti) nei paesi industriali con l'arresto dell'espansione di quelle giapponesi nel 1997. Nondimeno, l'abbondante finanziamento privato del disavanzo statunitense, compresi i più ingenti investimenti in titoli azionari USA registrati dalla prima metà del 1987, lascia aperta la questione della possibile persistenza di tali afflussi.

Se rapportati al PIL, l'ampliamento del debito estero statunitense e l'accresciuto onere dei relativi interessi non sembrano destare preoccupazioni immediate. Le passività esterne nette risultanti dai disavanzi correnti USA registrati a partire dalla fine degli anni ottanta non superano un sesto del prodotto interno del paese. In aggiunta, il saldo dei redditi netti da capitale degli Stati Uniti è diventato negativo soltanto nel 1997 e ammonta

Riserve valutarie ufficiali

	1994	1995	1996	1997	Consistenze a fine 1997
	in miliardi di dollari USA				
	Variazioni a tassi di cambio correnti				
Totale	153,0	200,1	172,3	45,9	1 578,5
Paesi industriali	60,9	79,3	69,6	– 10,3	692,6
NIE dell'Asia[1]	31,7	22,7	17,5	– 4,1	272,2
Altri paesi	60,4	98,1	85,2	60,3	613,7
	Variazioni a tassi di cambio costanti[2]				
Totale	112,2	182,1	200,6	105,3	1 578,5
Riserve in dollari detenute:	90,7	143,8	161,8	54,5	1 103,5
negli Stati Uniti[3]	38,3	106,0	128,0	20,6	738,7
presso banche al di fuori degli Stati Uniti[4]	30,0	– 15,4	19,2	– 4,0	122,2
non classificate	22,4	53,2	14,6	37,9	242,6
Riserve non in dollari	21,5	38,3	38,8	50,8	475,0
di cui: detenute presso banche[4]	*1,8*	*7,6*	*8,0*	*17,0*	*126,1*

[1] Corea, Hong Kong, Singapore e Taiwan. [2] Parzialmente stimate; valutate a tassi di cambio di fine anno. Il residuo è stato ripartito sulla base delle disponibilità note. [3] Esclusi i pagamenti anticipati delle vendite di materiale bellico all'estero e il valore corrente delle obbligazioni a cedola zero emesse per i governi di Argentina, Messico e Venezuela come garanzia per le loro obbligazioni Brady. [4] Depositi di istituzioni monetarie ufficiali presso le banche dichiaranti alla BRI.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; BRI. Tabella VI.3

ad appena ½% del PIL. Per contro, le attività nette del Giappone verso l'estero – pari a circa un quarto del prodotto interno – determinano un afflusso di redditi netti da capitale che rappresenta poco più dell'1% di detto prodotto. La sorprendente discrepanza tra l'ampia posizione esterna negativa degli Stati Uniti e l'esiguità degli esborsi in conto reddito è riconducibile a due fattori. In primo luogo, rispetto agli investimenti diretti esteri nel paese, lo stock di investimenti diretti statunitensi all'estero è di più vecchia data e ha pertanto rendimenti più elevati. In secondo luogo, gli Stati Uniti emettono passività relativamente sicure, quali buoni del Tesoro e depositi bancari, mentre i loro investitori istituzionali (Capitolo V) acquistano all'estero attività più rischiose e remunerative, come gli strumenti a reddito fisso dei mercati emergenti. In sintesi, il servizio del debito esterno inizia a pesare soltanto adesso sebbene la posizione internazionale netta degli Stati Uniti sia andata deteriorandosi per gran parte degli ultimi vent'anni. Con l'introduzione dell'euro, tuttavia, tale tendenza potrebbe precisarsi meglio (si veda oltre).

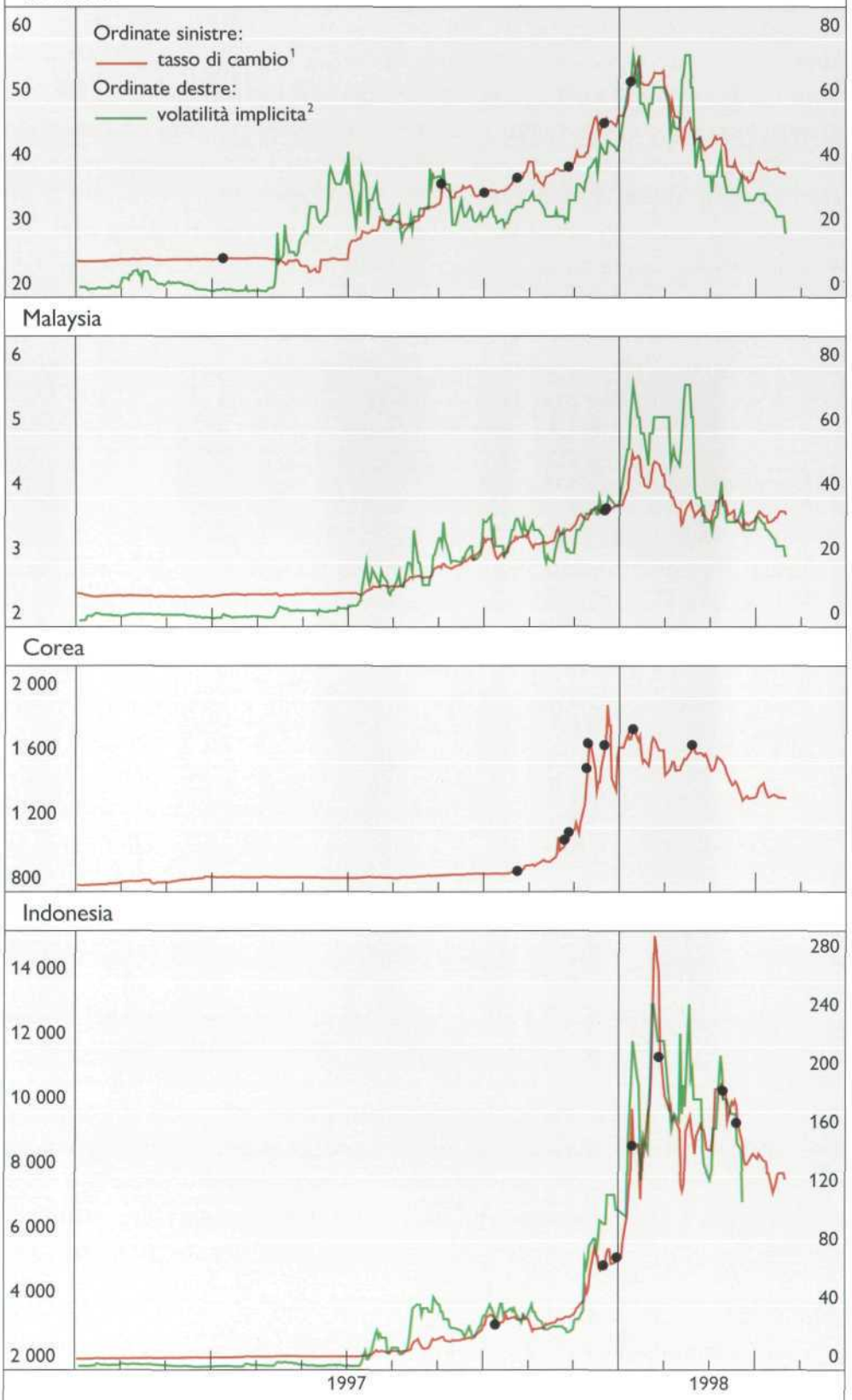
Andamenti valutari in Asia

Il deprezzamento delle valute asiatiche nel 1997 è stato in larga misura l'espressione internazionale di crisi interne, le cui origini vengono esaminate nei Capitoli III e VII. Tuttavia, la posizione di forza del dollaro ha manifestamente contribuito a innescare i cedimenti di tali monete, che erano rimaste stabili in termini effettivi nella prima metà degli anni novanta. Sebbene all'epoca l'inflazione dei paesi asiatici fosse spesso superiore a quella dei partners commerciali nel mondo industriale, lo stretto ancoraggio a un dollaro in fase calante aveva evitato l'apprezzamento dei cambi effettivi (grafico III.2). Per contro, dalla primavera del 1995 l'aumento di valore della moneta USA nella misura del 56% sullo yen e del 27% sul marco ha comportato un rialzo di tali cambi, successivamente neutralizzato dai primi deprezzamenti. È altresì degno di nota come, prima del 1997, l'ultima flessione del baht (nel 1984) fosse intervenuta verso la fine di un lungo periodo di ascesa del dollaro.

I mercati delle opzioni segnalano i tempi delle pressioni sui cambi

Una volta messosi in moto, il deprezzamento valutario è sembrato diffondersi di paese in paese. Tuttavia, date le differenze nella tenacia con cui sono stati difesi mediante interventi e innalzamenti dei tassi d'interesse, i cambi osservati non evidenziano necessariamente il momento in cui hanno avvertito la pressione del mercato. Ad esempio, gli attacchi contro la moneta thailandese e quella ceca si sono prodotti in maggio. Il baht, tuttavia, è stato difeso fino al 2 luglio – anche con l'ausilio di controlli sui capitali – mentre la corona è scesa a livelli inferiori alla sua banda dopo un'energica ma breve difesa. I mercati delle opzioni possono fornire un'indicazione migliore del momento in cui sono intervenuti gli attacchi alle valute. Il prezzo delle opzioni e, di conseguenza, la volatilità del cambio implicita durante l'arco di vita di un contratto tendono a salire di riflesso alle incertezze politiche o agli andamenti dei paesi vicini anche quando le autorità riescono a mantenere stabile il cambio a pronti. Così già in febbraio, e poi ancora in maggio, la volatilità implicita del baht segnalava l'acuirsi delle incertezze (grafico VI.7).

Tassi di cambio, volatilità implicita e variazioni del rating in Asia



[1] In unità di valuta locale per dollaro USA. I punti indicano le variazioni del rating delle obbligazioni sovrane annunciate da Moody's e Standard & Poor's (tabella VII.3). [2] A un mese, in percentuale.

Fonti: Deutsche Morgan Grenfell; Bankers Trust; Reuters. Grafico VI.7

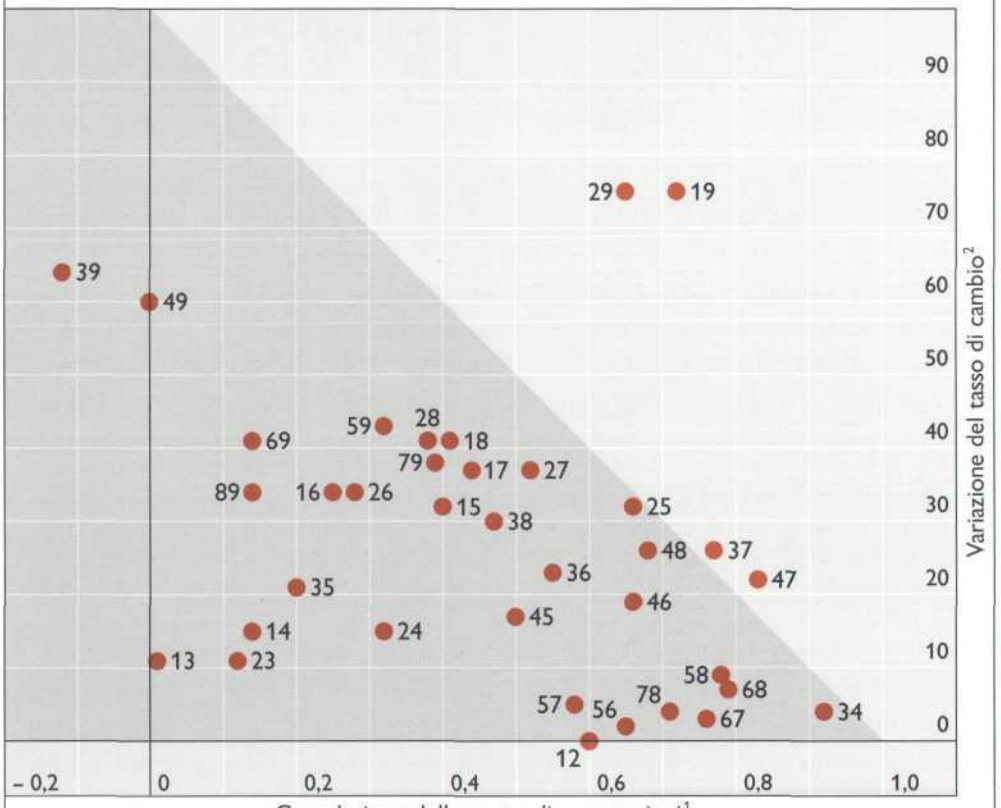
Deprezzamenti valutari propagati da ...

Almeno tre diversi meccanismi hanno concorso a diffondere le tensioni valutarie nell'Asia orientale e altrove. Il primo è ben noto e opera attraverso la concorrenza sui mercati internazionali: quando s'indebolisce la moneta di un concorrente, la competitività dell'economia risente di un apprezzamento effettivo del cambio che potrebbe rallentare l'attività produttiva e originare pertanto pressioni al deprezzamento. Un secondo e meno noto meccanismo è l'effetto dimostrativo dei profitti e delle perdite sulle posizioni speculative. Il terzo, infine, agisce per il tramite degli investitori esteri, i quali cercano di ritirare i propri capitali da mercati e strumenti ritenuti in qualche modo simili.

... concorrenza negli scambi internazionali ...

Nonostante le differenze tra le varie economie asiatiche quanto alla struttura delle esportazioni – tessili e calzature in un paese, componenti elettrici e macchine utensili in un altro – ognuna è in stretta concorrenza con almeno altre due. Ciò appare evidente nelle correlazioni delle quote di ciascun paese sul totale delle esportazioni di 11 categorie merceologiche verso ognuno dei tre principali mercati di sbocco: Unione europea, Stati Uniti e Giappone (grafico VI.8). In linea generale, i paesi in stretta concorrenza

Concorrenza nelle esportazioni e tassi di cambio in Asia



Nota: i punti rappresentano coppie di esportatori, dove 1 = Cina, 2 = Hong Kong, 3 = Singapore, 4 = Taiwan, 5 = Filippine, 6 = Malaysia, 7 = Thailandia, 8 = Corea e 9 = Indonesia. La zona ombreggiata indica dove cadrebbero i punti qualora la concorrenza commerciale vincolasse fortemente i movimenti del cambio.

[1] Correlazioni misurate tra le quote di ciascun paese sul totale delle esportazioni di 11 categorie merceologiche (SITC 65, 75–78, 82–85 e 87–88) verso l'Unione europea, gli Stati Uniti e il Giappone. Una correlazione elevata è indicativa di una struttura merceologica simile e di analoghi mercati di sbocco. [2] Differenza assoluta tra le variazioni percentuali dei cambi (in termini di dollari USA per unità di valuta locale) sui dodici mesi terminanti alla fine di marzo 1998.

Fonti: W. Melick e BRI su dati OCSE; Bankers Trust; Reuters. Grafico VI.8

hanno registrato deprezzamenti analoghi rispetto al dollaro e hanno pertanto contenuto le variazioni di cambio reciproche.

... effetto dimostrativo dei profitti e delle perdite degli speculatori ...

Nel secondo meccanismo, i profitti e le perdite risultanti dal deprezzamento di una valuta possono determinare spostamenti nelle posizioni speculative che rendono più probabile il cedimento di un'altra valuta. Gli speculatori stranieri possono investire i guadagni derivati da un deprezzamento in transazioni che beneficerebbero del verificarsi di un altro deprezzamento. Per giunta, le perdite su posizioni essenzialmente speculative in un paese possono indurre quanti ne hanno di simili in un altro a chiuderle. Tale comportamento non è affatto limitato agli operatori esteri. I residenti che s'indebitano in valuta estera per finanziare un'attività in moneta locale, quale ad esempio un immobile, assumono di fatto una posizione speculativa. Ciò vale per l'Asia anche nei casi in cui tali posizioni aperte avevano prodotto utili per anni. Viste le perdite di soggetti esposti a rischi analoghi in paesi vicini, i residenti con tali posizioni hanno cercato di liquidarle acquistando dollari. Il fatto che questo effetto aggravante fosse più pronunciato in Asia negli anni novanta che nelle economie latino-americane nei primi anni ottanta è l'ironico risultato della situazione di bilancio molto più solida dei paesi asiatici. Nel complesso, in America latina i governi e le imprese statali responsabili di gran parte del debito estero non avevano cercato di acquistare dollari all'emergere di pressioni sulle rispettive valute. Per contro le imprese asiatiche – che avevano puntato sulla stabilità del cambio – hanno reagito alle perdite prospettiche ed effettive in maniera tale da renderle al contempo più probabili e più consistenti. Inoltre, giacché siffatte pratiche di copertura si sono dimostrate sia tardive sia parziali, la conseguente contrazione del patrimonio netto delle aziende ha indotto le banche estere a decurtare i crediti – che erano prevalentemente a breve termine – e ha pertanto accentuato il deprezzamento valutario.

... e ritiro di capitali da mercati accomunati da ...

In virtù del terzo meccanismo, gli operatori esteri possono decidere di ritirare i propri capitali da una serie di mercati ritenuti in qualche modo simili. Dopo la crisi messicana, gli investitori hanno passato al vaglio le economie con ampi disavanzi correnti e regimi di cambio rigidi esercitando pressioni sul baht thailandese e sul dollaro di Hong Kong. In quest'ottica acquista significato il collegamento fra la Thailandia e la Repubblica Ceca nel 1997, poiché entrambe mantenevano cambi stabili e avevano ingenti disavanzi correnti.

... rendimenti storici ...

Un ulteriore, anche se spurio, elemento di analogia proveniva dalla particolare somiglianza tra le politiche di cambio precedenti dei due paesi. Esaminando i dati dal 1994 in poi, gli investitori dell'area del dollaro avevano osservato come fra i rendimenti sui prodotti del mercato monetario denominati in corone e quelli in baht esistesse una correlazione storica alquanto stretta e pari a 0,32 (0,48 se si escludono i due giorni del gennaio 1995 in cui il baht – a differenza della corona – ha accusato il cedimento del peso messicano). Come appare dalla tabella VI.4, tale correlazione si colloca al secondo posto fra 45 coppie di mercati monetari per le quali erano stati raccolti dati fino alla primavera del 1997. È stato questo ben noto rapporto a indurre gli investitori a vendere corone quando il baht iniziava a mostrare segni di tensione.

Meno compreso era invece il fatto che l'elevata correlazione risultante da questa lunga serie di dati era in larga misura una conseguenza indiretta

Correlazioni tra i rendimenti in dollari su mercati monetari emergenti

	AR	CZ	ID	MX	MY	PH	PL	TH	TR	ZA
Argentina	1,00									
Repubblica Ceca	0,06	1,00								
Indonesia	0,01	0,02	1,00							
Messico	0,02	0,07	0,03	1,00						
Malaysia	0,04	0,24	0,12	0,01	1,00					
Filippine	0,01	0,00	0,00	0,03	0,01	1,00				
Polonia	0,06	0,65	0,02	0,06	0,20	0,03	1,00			
Thailandia	0,04	0,32	0,06	0,08	0,20	0,05	0,31	1,00		
Turchia	0,03	0,11	0,03	0,02	0,04	0,04	0,13	0,07	1,00	
Sudafrica	0,07	0,22	0,02	0,03	0,13	0,02	0,15	0,10	0,00	1,00

Nota: correlazioni calcolate utilizzando le variazioni percentuali giornaliere delle componenti relative ai singoli paesi nell'indice ELMI (Emerging Local Markets Index) in dollari USA sul periodo gennaio 1994–aprile 1997.

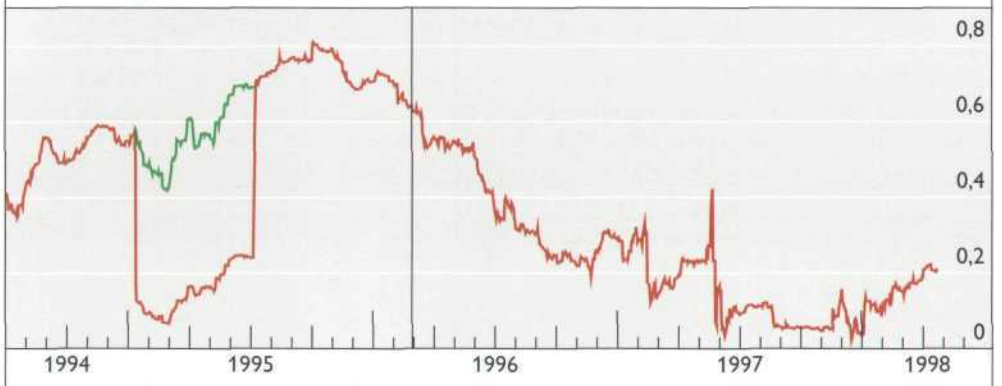
Fonti: J.P. Morgan Securities Inc.; elaborazioni BRI. Tabella VI.4

dello stretto ancoraggio di entrambe le valute a panieri contenenti il dollaro e il marco. Sebbene nel proprio paniere le autorità thailandesi assegnassero una ponderazione estremamente bassa alle monete diverse dalla divisa USA, mentre quelle ceche attribuivano loro un peso elevato, la rigidità dei due regimi valutari in un contesto di normale volatilità del cambio dollaro/marco era sufficiente a determinare una stretta correlazione. Quando, agli inizi del 1996, le autorità ceche hanno ampliato da ½% al 7½% la banda attorno alla parità centrale del paniere, la correlazione calcolata su un arco di tempo più breve si è notevolmente ridotta (grafico VI.9) e nel maggio 1997 si situava attorno a un modesto 0,2. All'accumularsi di pressioni sul baht, i gestori di portafoglio possono essersi affrettati a vendere corone sulla base della precedente corrispondenza.

... pratiche di copertura indiretta ...

Anche il variare delle condizioni relative di liquidità può determinare comportamenti tali da estendere a più paesi la spinta al ritiro dei capitali esteri. Gli investitori possono vendere su mercati la cui liquidità consente di farlo su vasta scala. Ad esempio, le obbligazioni brasiliane in dollari sono state lo strumento dei mercati emergenti oggetto di maggiori contrattazioni lo scorso anno, e in effetti uno dei titoli più scambiati in assoluto a livello mondiale. In effetti, gli operatori a volte vendono quel che possono piuttosto che quel che desiderano (analoghe strategie di copertura sostitutiva sono state attuate durante la crisi valutaria europea del 1992, quando i detentori di obbligazioni svedesi relativamente illiquide hanno ceduto futures su titoli del Tesoro britannico). Nel 1997 è emersa una domanda di coperture indirette poiché anche le valute soggette a deprezzamento tendevano a perdere liquidità. Il notevolissimo ampliamento degli scarti denaro/lettera sui prezzi delle opzioni valutarie in Asia stava a indicare che la disponibilità di coperture diminuiva o si esauriva proprio allorché le imprese locali ne avvertivano più forte la necessità. Misurato in dollari, il volume complessivo degli scambi nelle valute deprezzatesi per prime – vale a dire la corona ceca e

Correlazione tra i rendimenti in dollari sui mercati monetari della Repubblica Ceca e della Thailandia



Nota: ciascun punto indica la correlazione per la giornata lavorativa di riferimento e per le 125 precedenti tra i rendimenti sui depositi bancari in corone ceche e quelli sugli acquisti a termine di baht thailandesi contro dollari USA. La linea verde mostra la correlazione calcolata escludendo il 12 e il 13 gennaio 1995, quando i rendimenti in dollari sugli strumenti del mercato monetario denominati in baht, a differenza di quelli sui contratti in corone, hanno risentito della crisi messicana. La linea verticale è tracciata al 28 febbraio 1996, in corrispondenza dell'ampliamento della banda di fluttuazione della moneta ceca. La corona e il baht sono stati lasciati fluttuare rispettivamente il 26 maggio e il 2 luglio 1997.

Fonti: J.P. Morgan Securities Inc.; BRI. Grafico VI.9

il baht thailandese – si è ridotto di un terzo o più tra aprile e ottobre 1997 (tabella VI.5). Anche quello relativo alla rupia indonesiana e al won coreano è stato inferiore ai livelli dell'aprile 1997. Tale contrazione è avvenuta nonostante l'aumento generale della volatilità, solitamente associato (come nel caso, trattato più avanti, della lira italiana) a un'espansione del volume di contrattazioni.

... o modifiche del rating

Le vicende dell'anno trascorso hanno originato molte discussioni sul ruolo delle agenzie di rating nella dinamica della crisi asiatica. Molti osservatori ricorderanno i giorni precedenti il Natale, quando Moody's ha annunciato il declassamento delle obbligazioni sovrane di Corea, Indonesia e Thailandia al grado di "qualità non bancaria" adducendo i rischi dell'indebitamento a breve, compresa la possibilità di un riscadenzamento dei depositi bancari in valuta estera. La successiva giornata di contrattazioni vedeva il won perdere il 9%, la rupia il 3% e il baht il 2%. Il giorno dopo Standard & Poor's superava la rivale declassando la Corea di quasi due livelli da BBB– a B+, e il won lasciava sul terreno un altro 15% (grafico VI.7 e tabella VII.3). Dal momento che ad alcuni investitori non è consentito detenere attività con un merito di credito più basso, tali declassamenti potrebbero concorrere a spiegare la reazione negativa del cambio alle modifiche del rating.

Sarebbe tuttavia fuorviante considerare le suddette modifiche fuori contesto. L'annuncio di Standard & Poor's evidenziava l'incerta disponibilità degli istituti di credito stranieri a rinnovare i collocamenti in scadenza presso le banche coreane, e tale incertezza ha pesato sul won e su altre monete asiatiche. Non bisognerebbe quindi sovrastimare l'impatto esercitato di per sé dalle agenzie di rating sulla generalizzazione del disinvestimento internazionale. Sebbene le variazioni del merito creditizio possano in determinate occasioni aver influito sul mercato valutario, in generale ne hanno accompagnato gli andamenti.

Volume di contrattazioni in cambi e volatilità nelle valute di paesi emergenti

Valute	Volume[1]				Volatilità[2]			
	in mdi di $USA al giorno				*in percentuale*			
	Aprile 1995	Aprile 1996	Aprile 1997	Ottobre 1997	Aprile 1995	Aprile 1996	Aprile 1997	Ottobre 1997
Asia	>13,6	19,0	22,1	20,5				
Rupia indonesiana	4,8[3,4]	7,8[3,4]	8,7[3,4]	8,5[3,4]	1,5	1,5	3,2	39,3
Won coreano	3,1	3,2	4,0	3,6	2,5	1,5	1,6	9,3
Baht thailandese	2,6	4,0	4,6	2,5	2,3	1,6	1,9	15,6
Nuovo dollaro di Taiwan	1,5	1,6	1,7	2,3	8,7	0,9	1,2	18,2
Rupia indiana	1,6	1,2	1,7	2,0	1,5	6,0	0,5	1,3
Ringgit malese	n.d.	1,1	1,2	1,5	5,3	3,4	2,7	31,5
Peso filippino	0,02	0,1	0,2	0,1	2,9	0,6	0,4	25,0
America latina	10,1	12,9	17,5	23,7				
Nuovo peso messicano	3,2[4]	4,2[4]	7,1[4]	9,5[4]	28,3	5,5	5,0	30,2
Real brasiliano	4,3[4]	5,5[4]	6,7[4]	8,5[4]	13,9	3,8	6,2	1,6
Peso argentino	1,7	2,0	2,2	3,0	0,0	0,5	0,6	0,5
Peso cileno	0,8	1,0	1,1	2,2	6,2	3,0	2,3	8,5
Peso colombiano	n.d.	0,1	0,2	0,3	4,6	2,2	3,8	8,2
Nuovo sol peruviano	0,1	0,1	0,2	0,2	4,0	2,5	2,2	6,4
Europa orientale	1,8	7,5	8,8	15,3				
Rublo russo	0,6	2,6	3,7	10,7	5,2	2,2	0,3	0,2
Corona ceca	0,6	2,5	3,2	2,1	6,1	2,1	14,6	8,6
Zloty polacco	0,3[3]	1,6[3]	0,9[3]	1,7[3]	9,7	5,1	3,4	15,5
Fiorino ungherese	0,3	0,6	0,4	0,6	3,6	11,2	2,9	6,0
Corona slovacca	0,03	0,2	0,6	0,2	9,0	2,7	4,8	7,0
Altre valute	5,4	6,7	5,2	7,3				
Rand sudafricano	3,7	4,7	3,6	5,4	2,9	19,0	2,6	5,9
Riyal saudita	1,4	1,5	1,1	1,3	0,1	0,1	0,0	0,2
Shekel israeliano	0,3	0,5	0,5	0,5	7,4	7,4	3,6	9,4
Lira turca	0,01	0,02	0,04	0,1	7,8	3,9	5,1	5,5
Totale	>30,9	46,1	53,6	66,8				

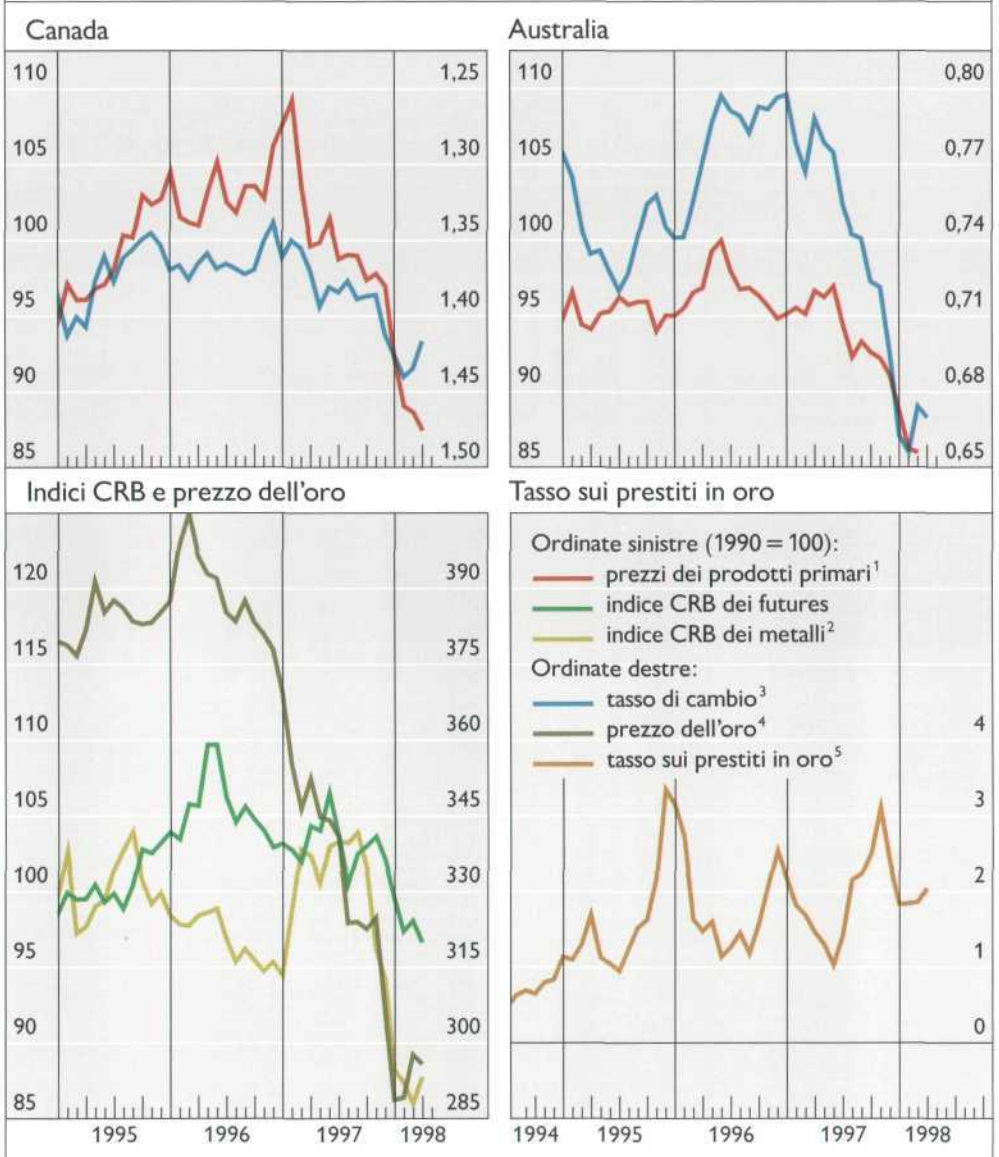
[1] Stime fornite dalle rispettive banche centrali, al netto delle duplicazioni salvo diversa indicazione. Per la Thailandia, media relativa al secondo semestre 1995 e media annuale per il 1996. Per Indonesia e Argentina, medie annuali per il 1995 e il 1996. Il volume di contrattazioni dell'aprile 1996 per il rublo russo e il rand sudafricano è stato molto superiore alla relativa media annuale. [2] Deviazione standard annualizzata dei movimenti percentuali del cambio rispetto al dollaro USA. Per lo shekel israeliano, la lira turca e le valute dell'Europa orientale a eccezione del rublo, la volatilità è misurata in rapporto a un paniere costituito da dollaro USA e marco tedesco con ponderazioni uguali. [3] Su base lorda. [4] Comprende altre valute. Tabella VI.5

Corsi delle materie prime e tassi di cambio

Il rallentamento dell'attività e le perdite di ricchezza in Asia ...

Il rallentamento dell'attività e la perdita di ricchezza internazionale in Asia hanno esercitato una pressione al ribasso sui corsi dei prodotti di base e dell'oro a partire da metà 1997. La debolezza dei prezzi delle materie prime ha pesato sul valore esterno del dollaro canadese e di quello australiano.

Prezzi delle materie prime, tassi di cambio e tasso sui prestiti in oro



[1] In termini di dollari USA. Per il Canada, prezzi delle materie prime; per l'Australia, indice generale della Reserve Bank di Australia. [2] Comprende rame, piombo, acciaio, stagno e zinco. [3] Per il Canada, dollaro canadese/$USA (scala invertita); per l'Australia, $USA/dollaro australiano. [4] In dollari USA per oncia di oro fino. [5] Sui depositi di oro a tre mesi a Londra.

Fonti: Commodity Research Bureau (CRB); Reuters; statistiche nazionali; BRI. Grafico VI.10

Negli ultimi anni l'Asia ha contribuito in misura notevole alla crescita della domanda mondiale di prodotti primari, compreso l'oro. Appena un anno fa, sia gli operatori sia le agenzie ufficiali si attendevano la continuazione di una tendenza siffatta, ma il modificarsi di tali aspettative nella seconda metà del 1997 ha depresso i corsi delle materie prime. Il calo dei prezzi ha successivamente influito, seppur in misura diversa, sul dollaro canadese e su quello australiano. Come appare dal grafico VI.10, l'esperienza ha mostrato che la prima moneta perde molto meno della metà del calo percentuale dell'indice canadese dei prezzi dei prodotti primari, mentre la seconda scende addirittura di più del relativo indice australiano. La forte reattività di quest'ultima ha avuto la singolare conseguenza di determinare un

... deprimono i prezzi delle materie prime, taluni cambi ...

aumento dei corsi delle materie prime espressi in dollari australiani nell'anno trascorso.

... e le quotazioni dell'oro

Le quotazioni dell'oro hanno risentito degli andamenti asiatici e della tendenza calante dell'inflazione a livello mondiale. La loro debole dinamica è stata inoltre spiegata dagli osservatori con le vendite ufficiali del metallo, la decisione della Germania di concedere prestiti a valere sulle sue riserve auree e la proposta della Svizzera di smobilizzare le proprie. Tuttavia, se si prescinde dal fatto che sono calati prima, i corsi dell'oro non hanno avuto un andamento peggiore di quello dei metalli in generale nei dodici mesi terminanti ad aprile 1998.

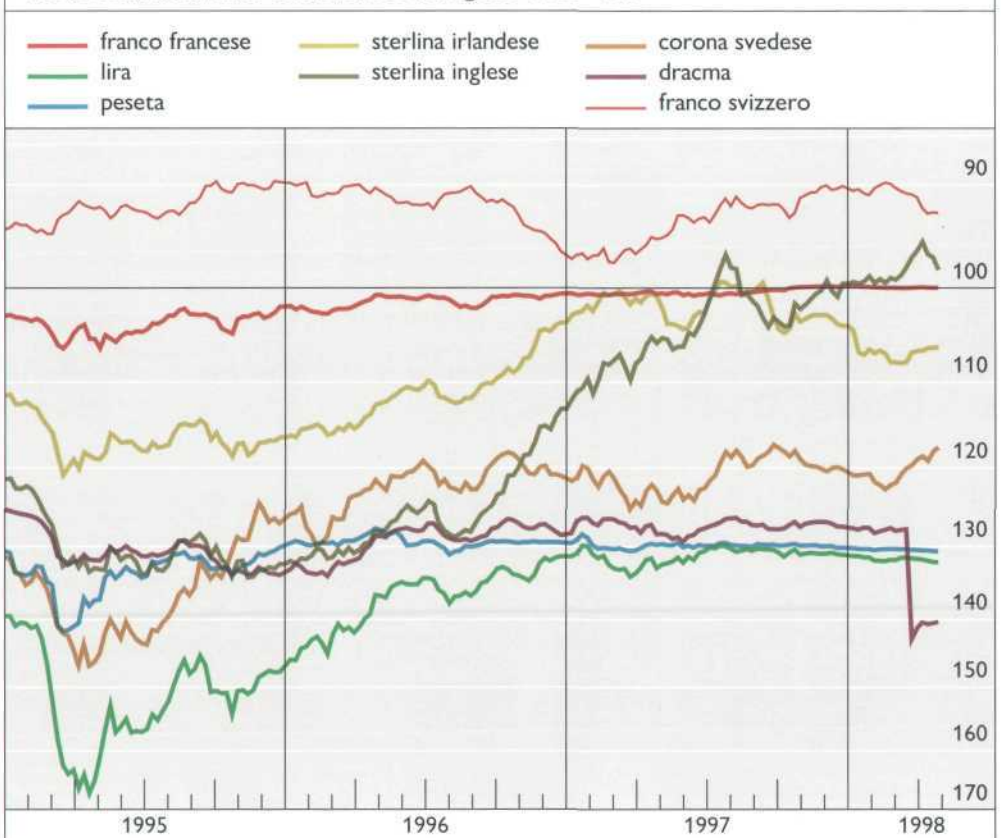
Tassi di cambio europei e unione monetaria

La stabilità dei cambi europei riflette le attese di un'unione monetaria ...

In un contesto di vigore del dollaro, i mercati valutari europei hanno atteso in modo calmo l'arrivo dell'euro. Come evidenziato nel Capitolo V della Relazione dello scorso anno, un dollaro forte conferisce stabilità ai principali cambi europei e tale fenomeno si è confermato nell'anno trascorso (grafico VI.11). I paesi in cui la posizione di bilancio e l'andamento dell'inflazione sostenevano l'intenzione ufficiale di aderire alla UEM hanno goduto di cambi stabili rispetto al marco. La sterlina inglese, la quale ha beneficiato di un ciclo congiunturale

Valute europee rispetto al marco tedesco

Medie settimanali; tasso centrale AEC nell'agosto 1992 = 100*



Nota: un aumento indica un apprezzamento contro il marco.

* Scala semilogaritmica invertita; per la corona svedese, la dracma e il franco svizzero, agosto 1992 = 100.

Grafico VI.11

in maggiore sincronia con quello degli Stati Uniti che con quello dell'Europa continentale, si è apprezzata sulla moneta tedesca. La divisa irlandese, che aveva condiviso in parte l'ascesa di quella britannica, ha visto rivalutare la propria parità il 14 marzo 1998. Nel contempo, la dracma entrava negli AEC dopo un deprezzamento del 10% contro il marco; le autorità greche annunciavano che avrebbero presentato domanda di adesione alla zona dell'euro entro la fine del 2001.

... ad ampia partecipazione ...

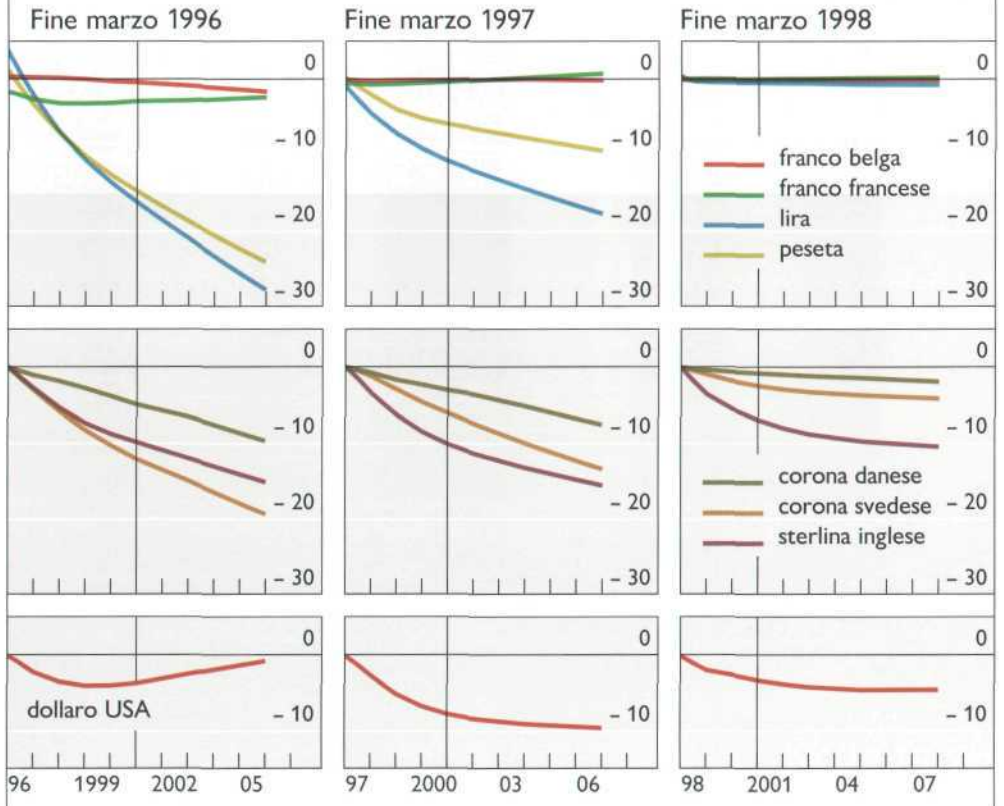
Dall'estate scorsa i cambi a termine hanno riflesso i risultati dei sondaggi tra gli operatori di mercato circa l'identità dei probabili partecipanti alla UEM (grafico VI.12). Le quotazioni di mercato hanno espresso le convergenti attese di un'unione comprensiva di un ampio gruppo di paesi. Inoltre, la minore volatilità implicita delle opzioni sui cambi di franco francese, lira italiana e peseta spagnola contro il marco tedesco sta a indicare un'accresciuta fiducia degli operatori nelle loro aspettative.

... nei tempi stabiliti

Il rallentamento dell'attività sul mercato valutario europeo costituisce un chiaro segnale delle attese di un'introduzione dell'euro nei tempi previsti. Secondo stime elaborate a partire dall'indagine delle banche centrali del 1995,

Variazioni dei cambi a termine rispetto al marco tedesco

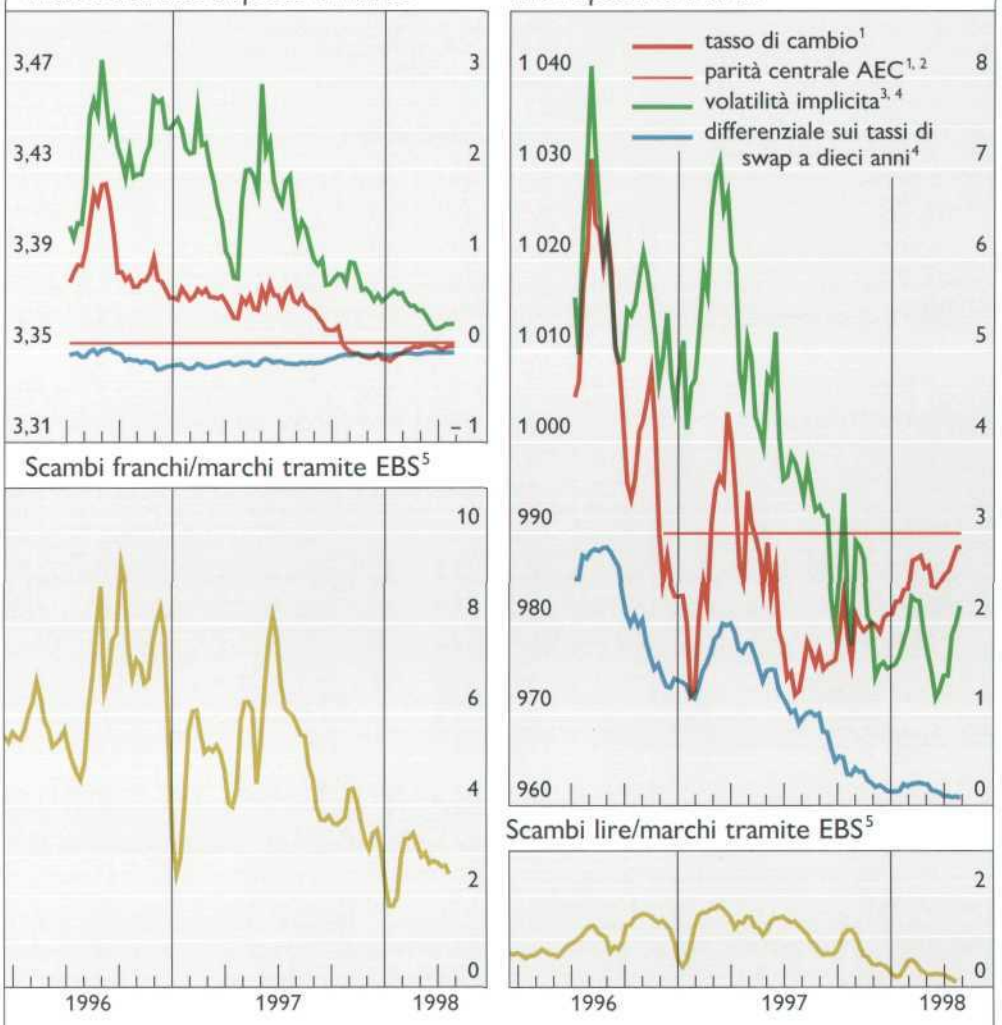
In percentuale



Nota: i cambi a termine sono ricavati dai differenziali di rendimento sugli eurodepositi a un anno e, per scadenze più lunghe, sugli swaps di tasso d'interesse (punto mediano) nelle rispettive valute (per Belgio, Francia, Italia e Spagna, relativamente ai rispettivi tassi centrali). La lira è rientrata negli AEC il 25 novembre 1996; la parità centrale stabilita all'epoca è anche utilizzata come base per la moneta italiana a fine marzo 1996.

Fonti: Reuters; elaborazioni BRI. Grafico VI.12

Attività su due mercati valutari europei



[1] Ordinate sinistre, rispettivamente in franchi francesi e lire per marco. [2] La lira è rientrata negli AEC il 25 novembre 1996. [3] Opzioni a un mese. [4] Ordinata destra, in percentuale. [5] Medie mobili su quattro settimane delle transazioni giornaliere a pronti, in miliardi di marchi.

Fonti: National Westminster Bank; Reuters; Electronic Broking Service (EBS); BRI. Grafico VI.13

la moneta unica potrebbe determinare la scomparsa dell'8% del volume mondiale di contrattazioni. Le informazioni disponibili sembrano indicare che le transazioni nei principali cambi europei si stanno già esaurendo. I dati sulle contrattazioni in valuta a pronti attraverso l'Electronic Broking Service evidenziano punti di massimo negli scambi di franchi francesi contro marchi nel 1996 e di lire a fronte di marchi nel primo scorcio del 1997 (grafico VI.13). Dagli inizi del 1998 ad oggi l'attività in ambedue i cambi si è a malapena ripresa dal minimo stagionale toccato attorno a Natale e Capodanno. Un siffatto calo delle contrattazioni è avvenuto in parallelo con quello della volatilità implicita nelle opzioni sui medesimi cambi e, nel caso italiano, con il restringimento del differenziale di interesse a lunga tra lira e marco. Stando così le cose, molti cambi europei – per la soddisfazione delle autorità – spariranno silenziosamente dai monitor degli operatori.

Depositi bancari internazionali a fine 1997

Valuta	Residenza del titolare							
	Paesi UE				Resto del mondo		Totale	
	Zona dell'euro		Altri					
	in miliardi di dollari USA e in percentuale							
Valute della zona dell'euro	200,9	*100,0*	93,1	*100,0*	165,5	*100,0*	459,5	*100,0*
Marco tedesco	109,4	*54,5*	37,3	*40,1*	72,4	*43,7*	219,1	*47,7*
Franco francese	21,7	*10,8*	9,8	*10,5*	28,4	*17,2*	59,9	*13,0*
Lira italiana	20,1	*10,0*	19,6	*21,1*	14,3	*8,6*	54,0	*11,7*
Fiorino olandese	18,2	*9,1*	5,6	*6,0*	15,6	*9,4*	39,4	*8,6*
Franco belga/lussemburghese	11,3	*5,6*	9,9	*10,6*	17,3	*10,5*	38,5	*8,4*
Peseta spagnola	6,9	*3,4*	5,2	*5,6*	5,7	*3,4*	17,8	*3,9*
Ecu	11,4	*5,7*	3,1	*3,3*	9,9	*6,0*	24,4	*5,3*
Altre[1]	1,9	*0,9*	2,6	*2,8*	1,9	*1,2*	6,4	*1,4*
Altre valute UE	30,0	*14,9*	8,1	*8,7*	88,4	*53,4*	126,5	*27,5*
Sterlina inglese	28,7	*14,3*	2,7	*2,9*	87,3	*52,7*	118,7	*25,8*
Altre[2]	1,3	*0,6*	5,4	*5,8*	1,1	*0,7*	7,8	*1,7*
Totale valute UE	230,9	*114,9*	101,2	*108,7*	253,9	*153,4*	586,0	*127,5*
Dollaro USA	158,1	*78,7*	122,3	*131,4*	470,9	*284,5*	751,3	*163,5*
Yen	20,3	*10,1*	31,6	*33,9*	28,9	*17,5*	80,8	*17,6*
Franco svizzero	23,1	*11,5*	5,5	*5,9*	32,7	*19,8*	61,3	*13,3*
Totale generale	432,4	*215,2*	260,6	*279,9*	786,4	*475,2*	1 479,4	*321,9*

Nota: solo depositi di soggetti non bancari; esclusi i depositi all'estero in una determinata moneta da parte dei residenti del paese di emissione (ad esempio i marchi tedeschi detenuti da residenti tedeschi nel Lussemburgo). Per Austria, Danimarca, Finlandia, Irlanda, Spagna e Svezia è disponibile soltanto la posizione esterna in moneta nazionale. Portogallo e Grecia non dichiarano dati bancari alla BRI, ma le passività internazionali verso residenti non bancari in Portogallo sono incluse nei depositi della zona dell'euro e quelle della stessa categoria di soggetti in Grecia sono comprese nei depositi degli altri paesi della UE.

[1] Scellino austriaco, sterlina irlandese, marco finlandese. [2] Corona danese, corona svedese.

Tabella VI.6

Gli spostamenti di portafoglio possono presentare problemi di transizione

Nonostante il convergere di aspettative chiaramente favorevoli, permangono dei punti interrogativi. Non è facile prevedere la risposta all'unione monetaria da parte dei titolari di depositi bancari all'estero denominati nelle valute partecipanti all'euro (tabella VI.6). In quanto mezzo per agevolare le transazioni, le disponibilità esistenti possono risultare inutilmente elevate giacché i pagamenti in tutti i paesi partecipanti potranno essere regolati in euro (l'attuale concentrazione di tali depositi sul marco, convertibile a basso costo in altre valute europee, potrebbe tuttavia stare a indicare che vi è già stato in gran parte un processo di razionalizzazione). Un'eventuale contrazione delle suddette disponibilità, così come vari possibili spostamenti di portafoglio, porrebbe la nuova banca centrale di fronte a un problema di transizione. La BCE dovrà distinguere tra l'influenza di spostamenti di portafoglio una tantum e quella di variazioni più sostanziali delle aspettative sui prezzi e sull'attività, soprattutto se nella conduzione della politica monetaria fisserà un obiettivo per un aggregato monetario paneuropeo.

La sterlina inglese e il franco svizzero reagiscono a fattori ciclici ...

I movimenti delle valute europee ai margini della futura zona dell'euro hanno avvertito l'influsso di fattori ciclici e delle politiche monetarie nonché, probabilmente, delle incertezze sull'introduzione della moneta unica. Il rafforzamento del franco svizzero nella fase di debolezza del marco rispetto al dollaro compresa fra maggio e luglio è stato insolito. Oltre alla prospettiva di un innalzamento dei tassi d'interesse elvetici, ha influito una certa ricomposizione dei portafogli in favore della moneta svizzera da parte di investitori incerti sulle prospettive dell'euro. La sintonia tra la sterlina inglese e la valuta USA è in linea con l'accentuata correlazione tra il ciclo economico inglese e quello statunitense negli anni novanta. La divisa britannica si è rafforzata rispetto al marco, e in misura minore anche sul dollaro, in reazione ai persistenti segnali di una forte espansione del prodotto e di un'inflazione superiore agli obiettivi che avevano indotto gli operatori ad attendersi un innalzamento dei tassi a breve da parte della Banca d'Inghilterra nel 1997.

... e all'incertezza sulle prospettive dell'euro

VII. L'intermediazione finanziaria e la crisi asiatica

Aspetti salienti

Due punti di debolezza hanno accomunato i paesi investiti dalla crisi asiatica. Il primo è che un'espansione a dismisura del credito bancario ha stimolato un eccesso di investimenti, tradottosi nella creazione di capacità industriale non remunerativa e in cicli di forte ascesa e susseguente tracollo dei prezzi delle attività. La fragilità di fondo dei sistemi finanziari asiatici spesso non è stata colta appieno poiché un alto grado di stabilità monetaria e valutaria, congiuntamente alla rapida espansione dei sistemi bancari locali, ha favorito un lungo periodo di crescita trainata dagli investimenti. Molti anni di espansione economica praticamente ininterrotta hanno indotto le banche e altri operatori a sottostimare i rischi che emergevano di pari passo con l'evolvere di un nuovo contesto meno regolamentato e più aperto e con lo sviluppo dei sistemi economici. Probabilmente, anche l'aspettativa che i governi avrebbero fornito il proprio sostegno alle principali istituzioni finanziarie ha incoraggiato tale comportamento. Con l'eccezione di Filippine, Hong Kong e Singapore, gli indici di capitalizzazione erano stati in genere mantenuti troppo bassi per fornire un'adeguata protezione in caso di difficoltà. Infine, i responsabili delle politiche non si sono resi conto fino a che punto i propri sistemi bancari fossero divenuti vulnerabili di fronte a un sensibile rallentamento della crescita, né quanto più impegnativa stesse diventando la difesa dell'ancoraggio al dollaro in presenza di mercati finanziari più aperti e di ampie oscillazioni del tasso di cambio yen/dollaro.

Il secondo punto di debolezza, per molti aspetti collegato al primo, è stata la dipendenza da forme potenzialmente volatili di finanziamento esterno, segnatamente prestiti bancari a breve termine, che hanno esposto in misura crescente le economie locali a mutamenti di umore dei mercati finanziari internazionali. Molti paesi hanno dovuto far fronte a cospicui afflussi di capitali per la maggior parte degli anni novanta. In un primo momento la fiducia degli investitori non è stata indebolita dal crescente indebitamento esterno; i differenziali di rischio sulle obbligazioni dei mercati emergenti dell'Asia si sono infatti significativamente ridotti nel corso del 1996 e di gran parte del 1997, e solo in pochi casi vi sono stati declassamenti del merito di credito prima della crisi. Anche le valutazioni di parte ufficiale non hanno colto appieno i pericoli cui molti paesi asiatici erano confrontati. Dopo lo scoppio della crisi, invece, i mercati sono stati presi dal panico: vi è stata un'iperreazione dei tassi di cambio e delle piazze azionarie, la volatilità è drasticamente aumentata di pari passo con il prosciugarsi della liquidità in alcuni mercati e le agenzie di rating hanno declassato i paesi maggiormente colpiti.

I responsabili delle politiche nei paesi investiti dalla crisi sono stati posti dinanzi a molte difficili questioni. Una di esse, particolarmente spinosa, concerne il modo migliore di fronteggiare repentine inversioni nei flussi di capitale privato.

Data la dimensione senza precedenti raggiunta dai programmi ufficiali di sostegno, si è esaminato attentamente il modo in cui gli investitori privati avrebbero dovuto rispondere delle proprie decisioni e quindi sopportare parte dei costi dell'assistenza finanziaria fornita ai paesi in difficoltà. Con il procedere della crisi, anche le modalità di impostazione della politica monetaria immediatamente dopo un tracollo della fiducia nei confronti della valuta nazionale sono state oggetto di controversia. Si è inoltre avviata una ristrutturazione dei sistemi bancari locali.

Esplosione del credito interno e fragilità del sistema finanziario

Una delle cause primarie della crisi è stata l'imprudenza mostrata dalle banche di molti paesi nell'espandere il credito a un ritmo straordinariamente rapido durante gli anni novanta. Ciò ha determinato una lievitazione dei prezzi delle attività la cui manifestazione più evidente è stata un eccesso di investimenti nel comparto immobiliare. Inoltre, talvolta su incoraggiamento ufficiale, le banche hanno finanziato piani di investimento delle imprese volti a espandere le quote di mercato ma senza un'adeguata considerazione dei rendimenti generati. Il boom è stato altresì stimolato dai cospicui investimenti effettuati da società di emanazione giapponese. Il progressivo apprezzamento dello yen sul finire degli anni ottanta aveva indotto le imprese nipponiche, finanziate dalle banche nazionali, a spostare la produzione verso i paesi asiatici con più bassi livelli salariali. Quando il boom si è esaurito la fragilità di fondo del sistema bancario locale – analizzata in dettaglio nella Relazione annuale dello scorso anno – è divenuta chiaramente manifesta.

Rapida espansione del credito bancario

In gran parte dei paesi asiatici indicati nella tabella VII.1 il tasso di crescita del credito bancario ha superato il 10% annuo in termini reali nel corso di questo decennio, e in molti casi si è approssimato al 20%. Negli anni ottanta i tassi di espansione creditizia erano stati altrettanto elevati in molte economie, ma il rapporto iniziale tra credito bancario e PIL era all'epoca molto più basso; alla fine degli anni novanta tale rapporto era salito in vari paesi al di sopra dei livelli generalmente osservati nelle economie industriali. Benché sia difficile ottenere dati completi e affidabili in merito, è probabile che le attività delle società finanziarie e di altre istituzioni analoghe abbiano sensibilmente accresciuto la rischiosità dell'espansione creditizia complessiva. Un importante fattore alla base di tale espansione è che, in assenza di mercati obbligazionari locali ben sviluppati, in molti paesi asiatici le imprese che necessitavano di capitale di prestito sono state costrette a fare ricorso al sistema bancario.

I margini si restringono nonostante i maggiori rischi

Questa straordinaria espansione si è verificata non tanto a causa di nuove opportunità di investimento altamente remunerative, ma soprattutto perché le banche dei paesi con i più rapidi ritmi di dilatazione del credito hanno accettato margini di interesse sempre più ristretti anche a fronte di impieghi con maggiore rischiosità (benché in Indonesia tali margini sembrino essersi ampliati). Le stime presentate nella tabella mostrano che gli utili netti da interessi delle banche non eccedevano di molto i costi operativi, a indicazione che gli accantonamenti a copertura dei rischi erano scarsi. E invece, i rischi continuavano ad aumentare, poiché l'ingresso in nuove aree operative, l'incremento della leva finanziaria nel

Espansione del credito bancario e indicatori del settore bancario

	Credito bancario al settore privato[1]			Indicatori del settore bancario			
	Tasso annuo di espansione[2]		In percentuale del PIL	Costi operativi		Margine d'interesse netto	
	1981–89	1990–97[3]	1997[3]	1990–94	1995–96	1990–94	1995–96
				in percentuale degli impieghi			
India	8	4	24	2,3	2,5	3,1	3,5
Cina[4]	12	13	97	1,0	1,4	1,7	2,2
Hong Kong	13	8	157	0,1[5]	0,4	0,2[5]	0,3
Taiwan	15	13	138	1,3	1,3	2,1	2,2
Corea	13	12	64	1,9[6]	2,1	2,2[6]	2,2
Filippine	– 5	18	52	4,0	3,5	5,3	4,8
Indonesia	22	18	57	2,3	2,8	3,3	3,6
Malaysia	11	16	95	1,6[5]	1,4	4,7[5]	3,2
Singapore	10	12	97	0,8	0,7	2,2	2,0
Thailandia	15	18	105	1,9	1,8	3,6	3,6
Argentina	– 2	4	18	11,0	6,3	13,1	7,2
Brasile	7	2	24	10,1	6,7	15,5	6,7
Cile	8	11	53	3,1	3,2	6,3	5,7
Colombia	7	9	20	7,5	7,5	8,7	10,0
Messico	– 2	7	14	4,0	3,0	5,4	4,4
Perù	–13	27	19	9,9	7,0	8,0	7,0
Venezuela	– 3	– 9	9	5,9	7,3	9,5	17,2
Per memoria:							
Stati Uniti	*5*	*½*	*65*	*3,7*	*3,4*	*4,1*	*3,8*
Giappone	*8*	*1½*	*111*	*1,0*	*1,1*	*1,2*	*1,5*
Paesi europei del G-10[7]	*6*	*4*	*89*	*2,1*	*1,9*	*2,3*	*2,0*

[1] Media annua. [2] Deflazionato con i prezzi al consumo. [3] I dati del 1997 sono provvisori. [4] Credito al settore non statale. [5] 1993–94. [6] 1991–94. [7] Media ponderata basata sui PIL e sulle PPA del 1990.

Fonti: banche centrali; IBCA Ltd.; FMI, "International Financial Statistics". Tabella VII.1

settore societario e l'esplosione dei prezzi delle attività (segnatamente nel settore immobiliare) esponevano sia i mutuatari che i detentori delle garanzie al pericolo di successive perdite di valore.

La liberalizzazione non è sostenuta da altre riforme

Prima della liberalizzazione la redditività dell'intermediazione bancaria era solitamente assicurata dai limiti posti all'allocazione e al volume dei finanziamenti bancari e dai massimali di tasso d'interesse sui depositi. La liberalizzazione non solo ha ampliato il raggio d'azione delle banche, ma spesso ha indotto queste ultime a ricercare nuovi ambiti operativi in risposta alla compressione dei margini sulle attività tradizionali. In molti casi – come nel mondo industriale – a tale contrazione dei profitti non sono conseguite le ristrutturazioni attuate in altri settori. Le banche più deboli non sono state costrette a uscire dal mercato o a fondersi con istituzioni più efficienti; al contrario, garanzie ufficiali, implicite

o esplicite, ne hanno evitato il fallimento. Un secondo problema di ordine generale è che le banche, sviluppatesi in un contesto rigidamente regolamentato, non si sono rese conto che erano necessarie precauzioni addizionali per operare nel nuovo contesto liberalizzato, nel quale di norma è possibile ottenere profitti più elevati solo assumendo maggiori rischi e valutando tali rischi in maniera adeguata. Una mentalità gregaria ha accentuato tale carenza, in quanto le singole banche si sentivano obbligate a stare al passo con l'espansione delle proprie concorrenti confidando, forse, che se si fossero trovate collettivamente in difficoltà, il governo sarebbe intervenuto in loro soccorso.

Un lungo periodo di crescita ...

Questa massiccia espansione del credito bancario ha avuto luogo in presenza di tassi d'interesse reali positivi; nella prima metà degli anni novanta il livello medio dei tassi d'interesse reali a breve in Corea, Filippine, Indonesia e Thailandia si situava in prossimità o al di sopra del 5%. All'origine di ciò vi è stato il diffuso ottimismo sulle prospettive di sviluppo, fondato su una lunga esperienza di crescita economica non solo ininterrotta, ma anche sostenuta. Prima della crisi, l'ultimo anno di crescita del PIL reale sensibilmente inferiore al 5% è stato il 1985 per l'Indonesia, il 1986 per la Malaysia, il 1980 per la Corea e il 1972 per la Thailandia. Questi eccezionali risultati hanno contribuito ai forti incrementi dei prezzi delle attività e indotto le imprese e le famiglie, così come le banche, a sottostimare i rischi di sovrainvestimento. Gli operatori economici dei paesi industriali in un contesto di boom meno intenso hanno sovente commesso il medesimo errore.

... e di boom dei prezzi delle attività ...

Per molti anni l'aumento dei prezzi delle attività e l'espansione del credito bancario si sono rinforzati vicendevolmente. In vari paesi le banche hanno investito in azioni, o acquisito partecipazioni, di altri tipi di istituzioni finanziarie soggette a minore vigilanza, assumendo in tal modo rischi non consentiti alle organizzazioni bancarie. Analogamente, i prestiti collegati a proprietà immobiliari sono nettamente aumentati, alimentando un boom senza precedenti del settore. I mutuatari hanno continuato a indebitarsi – anche a tassi d'interesse elevati – per acquistare attività i cui prezzi erano in rapida ascesa e le banche hanno continuato a erogare prestiti perché cresceva il valore delle garanzie. I finanziamenti erogati con altri fini sono stati parimenti stimolati dal boom dei prezzi delle attività, in quanto sia le azioni che i beni immobili sembravano offrire alle banche buone garanzie collaterali in presenza di prezzi crescenti. Nelle prime fasi del boom asiatico investimenti azionari e immobiliari altamente remunerativi avevano determinato nuovi rialzi dei prezzi delle attività e spesso acuito la concorrenza fra le banche e le altre istituzioni finanziarie, esercitando in tal modo una pressione al ribasso sui margini proprio quando i rischi stavano aumentando. Il punto in cui i prezzi immobiliari superavano il valore attualizzato dei guadagni futuri era tanto più incerto in quanto la valutazione di tali guadagni risulta particolarmente difficoltosa nei paesi in rapido sviluppo.

... ha accresciuto la tolleranza al rischio

La conseguenza forse più insidiosa di tale processo è che esso ha reso i mutuatari, così come le banche, più tolleranti riguardo ai rischi cui erano esposti. I mutuatari non si sono curati adeguatamente dei rischi di un aumento dei tassi d'interesse, giacché il ritmo di incremento dei prezzi delle attività superava solitamente di un ampio margine quello dei tassi d'interesse. Essi non si sono resi conto che in seguito a un processo di liberalizzazione il rischio di tasso

d'interesse si accresce perché gli interessi determinati dal mercato tendono a essere assai più volatili. Troppo spesso progetti di investimento a lungo termine sono stati finanziati con prestiti a breve o a tasso variabile.

Le banche, detenendo in garanzia proprietà immobiliari il cui valore era in costante ascesa, sono state indotte a trascurare un'adeguata valutazione del rischio di credito. Data l'assenza di mercati obbligazionari a lungo termine in valuta locale, le banche asiatiche la cui base di depositi era principalmente a breve hanno incontrato difficoltà nel coprire gli impieghi a lunga. Esse potevano limitare, e di fatto hanno limitato, l'evidente rischio di scadenza presente nei loro bilanci applicando tassi variabili ai mutuatari di prestiti a lungo termine. Ma questa protezione è stata in parte illusoria, in quanto un forte incremento dei tassi d'interesse avrebbe potuto rendere insolventi tali mutuatari, trasformando il rischio di tasso d'interesse in rischio di credito.

Inadeguata diversificazione degli impieghi bancari ...

Anche una prudente diversificazione degli impieghi è essenziale ai fini di un solido sistema bancario. Tuttavia, in taluni mercati asiatici le opportunità di diversificazione potrebbero essere state limitate a causa di una struttura economica altamente specializzata (ad esempio, nell'elettronica o nel turismo). Alcune banche, inoltre, erano sovraesposte nei confronti di un singolo mutuatario, spesso collegato alla banca prestatrice. Infine, in numerosi paesi le banche sono state sollecitate dai poteri pubblici a concedere ingenti prestiti per finanziare progetti, settori o imprese preferenziali.

... e indici di capitalizzazione troppo bassi

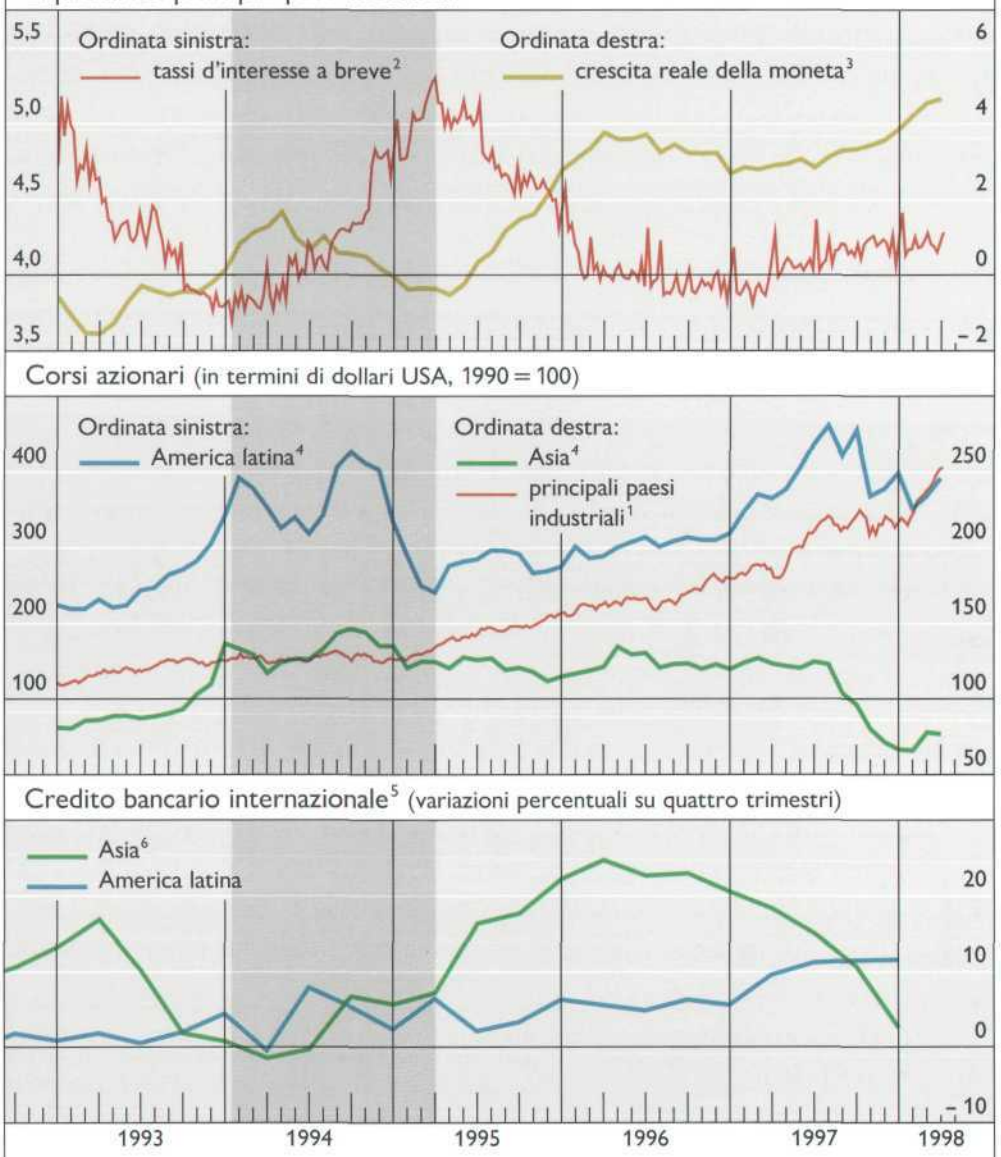
Data l'accresciuta complessità della gestione dei rischi nei sistemi liberalizzati, assume ancor più importanza un rigoroso quadro di vigilanza prudenziale. È inoltre necessario che le banche operanti in contesti maggiormente rischiosi o meno diversificati abbiano più elevati indici di capitalizzazione o di liquidità rispetto alle istituzioni attive in sistemi più stabili. E invece, tali indici erano sensibilmente superiori al minimo stabilito nell'Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali solo nelle Filippine (17%), a Hong Kong (18%) e a Singapore (19%). In aggiunta, il patrimonio delle banche era frequentemente sopravvalutato, poiché non venivano costituite poste di rettifica a fronte di prestiti di fatto già in sofferenza o presumibilmente tali. Né veniva tenuto adeguatamente conto dei rischi di sviluppi economici avversi. Come dimostrano i recenti avvenimenti, una crisi macroeconomica può mettere in evidenza pratiche bancarie carenti, sia perché la recessione indebolisce il merito di credito, sia perché inevitabilmente i tassi d'interesse aumentano (o i tassi di cambio calano) in risposta a una perdita di fiducia.

Abbondante liquidità mondiale

Abbondante liquidità mondiale ...

Negli ultimi anni la notevole espansione della liquidità mondiale ha contribuito ad alimentare ampie esposizioni finanziarie in Asia. Il decennio è iniziato con un significativo allentamento delle condizioni monetarie nella maggior parte dei principali centri finanziari in quanto i tassi d'interesse a breve sono stati progressivamente ridotti. Tale tendenza è stata solo temporaneamente interrotta dall'inasprimento della politica monetaria statunitense a partire dagli inizi del 1994; la nuova riduzione dei tassi d'interesse USA a breve dagli inizi del 1995, unitamente ai costanti cali negli altri principali paesi, è stata accompagnata da un

Liquidità, corsi azionari e credito bancario ai mercati emergenti



[1] Media ponderata di Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia e Regno Unito. [2] Tasso overnight; il minimo e il massimo delimitano la zona ombreggiata che rappresenta un periodo di inasprimento monetario. [3] Crescita della moneta in senso ampio corretta per le variazioni dei prezzi al consumo su dodici mesi. [4] Indici IFC; per l'Asia, esclusi Giappone, Hong Kong e Singapore. [5] Variazioni depurate dagli effetti di cambio delle posizioni creditorie delle banche dichiaranti alla BRI verso soggetti non bancari di Asia e America latina. [6] Escluso il Giappone.

Fonti: International Finance Corporation (IFC); statistiche nazionali; BRI. Grafico VII.1

incremento del tasso di crescita della moneta in senso ampio nei paesi industriali (grafico VII.1, riquadro superiore).

... e afflussi di capitali a breve superiori ai disavanzi correnti

In tale contesto, i più ampi disavanzi correnti di molti paesi asiatici hanno avuto come contropartita afflussi di capitale privato di entità ancor maggiore e le riserve ufficiali hanno continuato a espandersi. Al tempo stesso, si è modificata la struttura del finanziamento esterno: è cresciuto il ricorso al mercato bancario e obbligazionario internazionale e si è ridotta l'importanza relativa degli afflussi netti di capitale azionario (investimenti diretti e di portafoglio) (tabella VII.2).

Il credito interbancario è stato particolarmente rilevante. Ciò significa che non solo è progressivamente aumentata la dipendenza di questi paesi dal capitale di prestito anziché di rischio, ma anche che gli afflussi di capitali sono diventati, in misura crescente, a breve e denominati in valuta estera. Tali caratteristiche, che in qualche misura trovano corrispondenza nella sempre maggiore denominazione in dollari del debito messicano durante il 1994, avrebbero reso tali paesi più vulnerabili alle pressioni esogene di liquidità. A differenza del Messico, però, la crisi è esplosa nonostante il permanere di condizioni di abbondante liquidità globale.

Segni premonitori di crisi dai mercati azionari ...

L'ampia liquidità mondiale sembra aver influenzato i vari mercati in modo diverso. In particolare, i mercati azionari nella maggior parte delle economie asiatiche (a eccezione di Cina e Hong Kong) sono rimasti relativamente deboli durante il boom mondiale. Gli indici prezzo/utile in molti mercati asiatici hanno toccato il massimo verso la fine del 1993, portandosi a livelli ben superiori a quelli allora osservabili nelle borse statunitensi (grafico VII.2). I successivi notevoli cali nella maggior parte dei mercati (allorquando gli indici prezzo/utile negli USA erano in forte ascesa) fanno ritenere che gli investitori si attendessero già una più lenta crescita dei profitti delle imprese asiatiche, segno forse di una precoce consapevolezza dei fattori di vulnerabilità dell'Asia che avrebbero alla fine contribuito alla crisi (si veda anche il Capitolo V). Le azioni ovviamente sono molto più sensibili al variare delle aspettative di profitto rispetto alle obbligazioni o al credito bancario. Ed è raro, se mai accade, che i salvataggi finanziari risarciscano le perdite subite dagli azionisti in caso di dissesti.

... ma il credito bancario cresce ...

L'andamento del *credito bancario internazionale* ha invece seguito da vicino l'evoluzione nel tempo della liquidità mondiale. Durante il 1995 e gran parte del 1996 il credito bancario internazionale a soggetti non bancari asiatici è fortemente cresciuto (grafico VII.1) e i flussi verso Corea, Filippine, Indonesia,

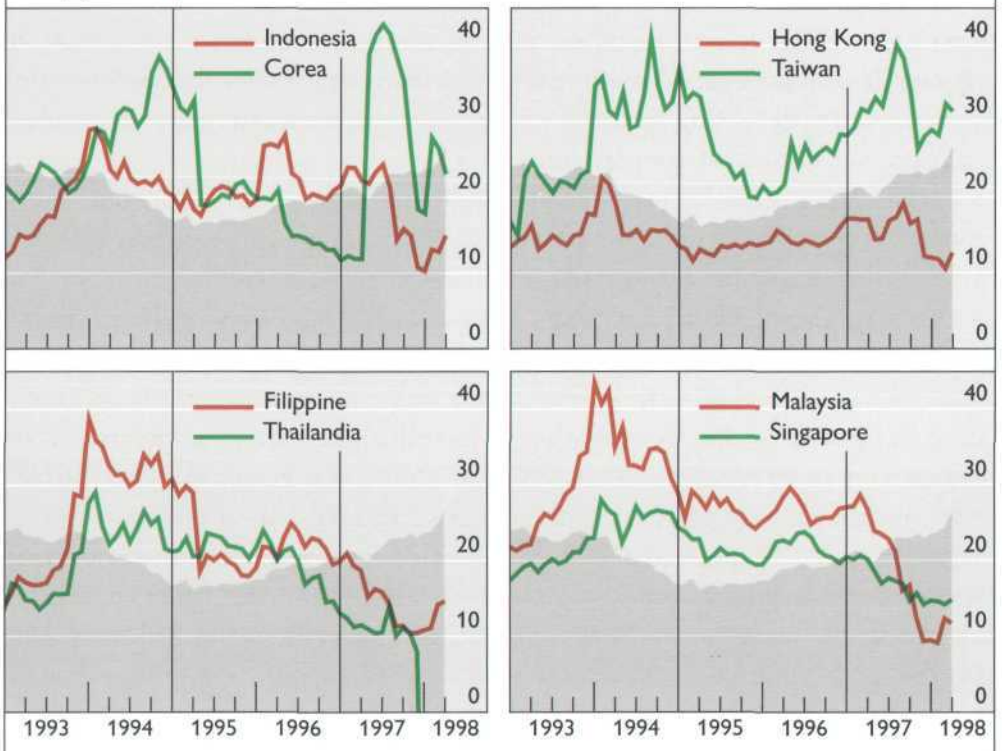
Finanziamento bancario e obbligazionario internazionale in cinque paesi dell'Asia[1]

	1990–94	1° trim. 1995–3° trim. 1996	4° trim. 1996–3° trim. 1997	4° trim. 1997
	Valori su base annua			Valori effettivi
	in miliardi di dollari USA			
Credito interbancario netto	14	43	11	– 31
Credito bancario a soggetti non bancari	2	15	11	– 1
Emissioni obbligazionarie nette	3	17	32	1
Totale	19	75	54	– 31
Per memoria:	1990–94	1995–96	1997	
Afflussi netti di capitale azionario[2]	11	17	2	

[1] Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. [2] Stime IIF degli investimenti diretti e di portafoglio.

Fonti: Institute of International Finance (IIF); BRI. Tabella VII.2

Rapporto prezzo/utile in determinati mercati dell'Asia



Nota: la zona ombreggiata indica il rapporto prezzo/utile per gli Stati Uniti.

Fonti: Datastream; IFC; statistiche nazionali. Grafico VII.2

Malaysia e Thailandia hanno raggiunto un livello annuale di $15 miliardi (tabella VII.2). Stime BRI indicano inoltre che durante lo stesso periodo l'indebitamento interbancario internazionale delle banche dei cinque paesi asiatici più colpiti dalla crisi procedeva a un ritmo annuo di circa $43 miliardi. Circa il 40% del credito totale era denominato in yen e il resto principalmente in dollari; i due terzi avevano una scadenza inferiore a un anno. Le banche europee, che nelle prime fasi del boom erano state relativamente poco coinvolte, sono state all'origine di oltre il 50% dei finanziamenti a questo gruppo di paesi tra gli inizi del 1995 e metà 1997. Le banche con sede in Asia riprestavano tali fondi a mutuatari nazionali, spesso per finanziare attività essenzialmente locali. Il paese che più di ogni altro aveva crediti sull'interno denominati in valuta estera era l'Indonesia, con circa un terzo dei bilanci delle banche nazionali espresso in moneta estera.

... talvolta incoraggiato da garanzie governative

Le garanzie e l'incoraggiamento delle autorità hanno indubbiamente favorito tale espansione. Alcune banche estere potrebbero aver ritenuto che gli istituti di credito asiatici godessero di garanzie implicite da parte dei rispettivi governi sulla raccolta all'estero (si veda anche il Capitolo V). Inoltre, le transazioni con l'estero delle banche nazionali, per lungo tempo regolamentate, erano state spesso liberalizzate prima che i dirigenti delle banche stesse avessero acquisito adeguate competenze sulla gestione dei rischi di cambio o prima che il sistema di vigilanza fosse stato potenziato per sorvegliare efficacemente tali rischi. Talvolta la politica governativa è stata influenzata dal desiderio di costituire un mercato bancario offshore. Ad esempio, agli inizi del 1993 la creazione delle Bangkok International Banking Facilities (BIBF), che mirava a promuovere

Bangkok come piazza finanziaria internazionale, ha consentito alle banche locali di indebitarsi in dollari (sebbene le autorità siano poi state indotte a inasprire progressivamente le norme sui reimpieghi delle BIBF nel mercato interno). In aggiunta, le banche estere hanno maturato la convinzione che l'entità delle loro operazioni presso le BIBF avrebbe influito sulla probabilità di ricevere un'autorizzazione a operare sul mercato interno.

L'ancoraggio del cambio porta a sottostimare il rischio valutario

Varie altre politiche e pratiche ufficiali potrebbero, sia pur involontariamente, aver incoraggiato i mutuatari asiatici ad assumere eccessivi rischi di cambio o di scadenza. Ad esempio, l'esistenza da molto tempo di regimi di cambio fisso, o quasi fisso, ha probabilmente alimentato un'errata percezione del rischio valutario. Con un cambio flessibile, e frequenti movimenti in entrambe le direzioni, le imprese e le famiglie imparano dall'esperienza quotidiana a tener conto di tale rischio. Per contro, quando a molti anni di stabilità nominale (o di deprezzamento costante a un tasso prevedibile) fa seguito un ampio e discontinuo spostamento, il pericolo che i privati siano colti alla sprovvista è molto maggiore. In Asia, come altrove, la combinazione di un cambio fisso e di tassi d'interesse e d'inflazione interni relativamente elevati ha incoraggiato i residenti a indebitarsi in valuta estera per finanziare operazioni o attività in moneta locale. Una specie di "illusione da tassi d'interesse reali" (vale a dire, tassi d'interesse in dollari o yen corretti per l'inflazione locale) ha ulteriormente incentivato un sovraindebitamento in moneta estera. In molti casi le banche asiatiche hanno erroneamente ritenuto che sarebbe bastato bilanciare la provvista in valuta estera con impieghi in valuta estera ai residenti (per operazioni in moneta locale). Le banche in Messico e in alcuni paesi europei avevano commesso lo stesso errore negli anni in cui il cambio era fisso o mantenuto all'interno di una fascia. Nel caso di un forte deprezzamento, però, l'affidabilità di credito dei clienti si deteriora e il rischio di cambio che si presumeva evitato si tramuta in rischio di credito.

Asimmetria di scadenza nel credito bancario

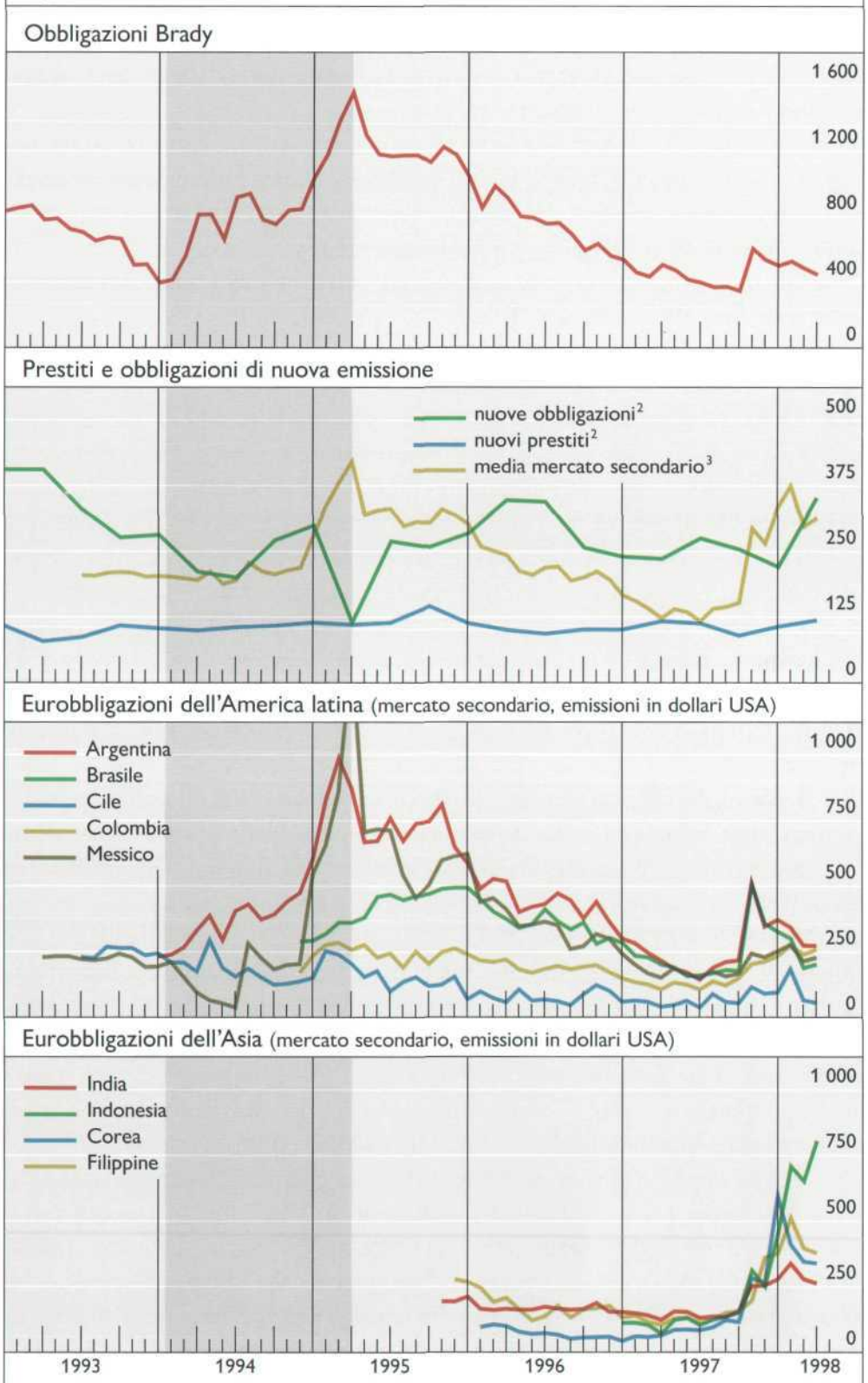
Una quota molto elevata del credito bancario internazionale era a breve o, nel caso di scadenze più lunghe, a tasso variabile. In genere le banche creditrici considerano i prestiti a breve più sicuri di quelli a lungo termine, in quanto riflettono la scadenza di gran parte dei loro finanziamenti e consentono una più rapida correzione della loro esposizione. Questo assunto è parte integrante delle procedure di vigilanza e di ponderazione del rischio. In effetti, una singola banca è più sicura allorché eroga prestiti a breve a imprese le cui altre fonti di finanziamento sono a lungo termine. In Asia, però, spesso così non è stato. Sebbene non siano disponibili dati completi, sembra che gli investimenti a lungo termine in attività reali interne (come la proprietà immobiliare) siano stati sovente finanziati quasi interamente tramite prestiti bancari a breve, con uno squilibrio di orizzonti temporali che comporta rischi fondamentali. Quando la crisi ha indotto le banche estere a riconsiderare i rischi di credito in Asia, parte dei mutuatari ha avuto difficoltà a rinnovare i prestiti o ha dovuto corrispondere interessi ben superiori. Alcuni di essi si sono resi insolventi.

Diminuiscono gli spreads sulle obbligazioni ...

I movimenti della liquidità mondiale sembrano essersi riflessi anche sugli spreads degli *strumenti debitori* dei mercati emergenti. Tali spreads, che avevano avuto tendenza a crescere durante il 1994 quando la politica monetaria era in fase di restrizione, sono in genere fortemente scesi dopo i primi mesi del 1995 (grafico VII.3). Questa evoluzione è evidente soprattutto nello spread sulle

Spreads degli strumenti debitori dei mercati emergenti[1]

In punti base



Nota: la zona ombreggiata rappresenta un periodo di inasprimento monetario (grafico VII.1).

[1] Rispetto alle obbligazioni del Tesoro USA con scadenza corrispondente (per i nuovi prestiti, rispetto al LIBOR). [2] Sulla base di un sottoinsieme per il quale erano disponibili gli spreads. [3] Media non ponderata dei paesi indicati nei due riquadri inferiori.

Fonti: Datastream; Euromoney, Bondware e Loanware; J.P. Morgan. Grafico VII.3

obbligazioni Brady spesso utilizzato come barometro del costo di finanziamento per le economie emergenti: esso è rapidamente diminuito dopo il primo trimestre 1995 (quando gli effetti immediati della crisi messicana ne avevano determinato il forte rialzo). Sebbene fossero calati anche gli spreads delle eurobbligazioni dei mercati emergenti sul mercato secondario, quelli delle nuove emissioni hanno avuto tendenza ad ampliarsi, forse perché hanno voluto o potuto accedere al mercato mutuatari con più basso merito di credito. Al tempo stesso, paiono essersi allungate le scadenze delle obbligazioni emesse dai paesi emergenti: con il migliorare dell'affidabilità attribuita a tali mercati, gli investitori sono stati disposti a impegnarsi su più lunghe scadenze.

... e aumentano le emissioni

Tali andamenti hanno creato un contesto favorevole a una forte crescita delle emissioni obbligazionarie da parte di operatori dei paesi asiatici in via di sviluppo nel secondo semestre 1996 e nel primo semestre 1997, mentre l'espansione del credito bancario internazionale si è gradualmente ridotta. A prima vista, i mercati internazionali di capitali hanno svolto l'utile ruolo di consentire ai mutuatari asiatici di allungare la scadenza del debito estero e di ridurre la dipendenza relativa dal credito bancario internazionale. Però, alcune obbligazioni internazionali a lungo termine contenevano clausole (ad esempio, la possibilità di richiederne il rimborso con breve preavviso qualora il rating del paese fosse sceso al disotto della qualità bancaria) che le rendevano di fatto a breve in caso di crisi. Giacché altri tipi di contratti di prestito contenevano clausole analoghe (ad esempio, prestiti a medio termine in cui il creditore aveva la facoltà di chiedere il rimborso in determinati momenti durante la validità del contratto), la distinzione tra i finanziamenti a lungo e a breve termine era divenuta alquanto sfumata.

Gli spreads si allargano dopo la crisi

È stato solo nel quarto trimestre 1997, ben dopo l'inizio della crisi, che gli spreads sugli strumenti debitori dei mercati emergenti si sono fortemente ampliati. In termini di media semplice, gli spreads sulle emissioni obbligazionarie dei principali paesi emergenti sul mercato secondario sono cresciuti da quasi 130 punti base in media nel giugno 1997 a 375 punti base nel gennaio 1998, per poi ridiscendere leggermente nei mesi successivi. I differenziali sulle obbligazioni asiatiche hanno superato quelli sulle obbligazioni dell'America latina, invertendo così la configurazione precedente. Quelli sulle obbligazioni indonesiane hanno continuato ad ampliarsi durante i primi mesi del 1998, raggiungendo una media di 750 punti base in marzo. Conseguentemente le emissioni obbligazionarie sono drasticamente diminuite (si veda il Capitolo VIII per ulteriori dettagli).

Questi ampi movimenti dei differenziali d'interesse dimostrano quanto sia stato difficile per i mercati finanziari valutare il rischio. Taluni hanno ipotizzato che la riduzione degli spreads medi nel 1995 e 1996 implicasse una notevole sottovalutazione del rischio. Tuttavia, un confronto della BRI tra gli scarti per le diverse categorie di rischio nei mercati emergenti (riportato nella Relazione annuale dello scorso anno) non fornisce alcun riscontro del fatto che il gradiente differenziale di interesse/rating si sia appiattito verso la metà degli anni novanta: i differenziali di rendimento tra i mutuatari a più alto rischio rispetto a quelli con migliore affidabilità di credito non si erano ridotti.

Agenzie di rating

Il comportamento delle principali agenzie di rating prima e durante la crisi ha inoltre illustrato fin troppo bene le grandi difficoltà che persino gli

osservatori più esperti hanno incontrato nella valutazione del rischio. Si è molto discusso sul fatto che, benché fossero ampiamente noti i crescenti disavanzi correnti e il sempre maggiore indebitamento a breve sull'estero di molti paesi asiatici dal 1995, le agenzie di rating non siano state indotte a modificare in misura sensibile la valutazione dei rischi dell'indebitamento a lungo termine in valuta estera. Di fatto, in alcuni casi il rating era stato addirittura innalzato: Corea (maggio 1995), Indonesia (aprile 1995) e Thailandia (dicembre 1994). Nondimeno, quest'ultima è stata declassata di un grado nell'aprile 1997. Va riconosciuto inoltre che alcune modifiche del rating verso la metà degli anni novanta sono risultate giustificate alla luce di successivi eventi: ad esempio, le Filippine, che hanno resistito alla crisi meglio di altri, erano state promosse (dalle due principali agenzie) due volte dal maggio 1995.

Solo vari mesi dopo lo scoppio della crisi le valutazioni su Indonesia e Thailandia sono radicalmente mutate. Quando le turbolenze hanno investito la Corea le agenzie hanno reagito: durante l'ultimo trimestre 1997 e il primo trimestre 1998, Corea, Indonesia e Thailandia hanno subito vari declassamenti che hanno portato il loro merito di credito al disotto della qualità bancaria (tabella VII.3). Queste drastiche correzioni di giudizio paiono principalmente riconducibili al timore che la posizione di liquidità internazionale estremamente

Crisi asiatica e rating del debito sovrano*

	Moody's	Data	S&P	Data		Moody's	Data	S&P	Data
Cina	A3	18.5.88			Indonesia	*B2*	9.1.98	*BB*	9.1.98
	Baa1	8.11.89	BBB	20.2.92	(cont.)			*B*	27.1.98
	A3 ↑	10.9.93	BBB+ ↑	14.5.97		*B3*	20.3.98	*B–*	11.3.98
Corea	A2	18.11.86	A+	1.10.88	Malaysia	Baa1	18.11.86		
	A1 ↑	4.4.90	AA– ↑	3.5.95		A3 ↑	12.3.90	A–	26.6.89
			A+	24.10.97		A2 ↑	11.3.93	A ↑	8.7.91
	A3	27.11.97	A–	25.11.97		A1 ↑	15.3.95	A+ ↑	29.12.94
	Baa2	10.12.97	BBB–	11.12.97		A2	21.12.97	A	23.12.97
	Ba1	21.12.97	*B+*	22.12.97					
			BB+ ↑	18.2.98	Singapore	Aa3	20.9.89	AA	24.5.89
						Aa2 ↑	24.5.94	AA+ ↑	6.9.91
Filippine	*Ba3*	1.7.93	*BB–*	2.7.93		Aa1 ↑	18.1.96	AAA ↑	6.3.95
	Ba2 ↑	12.5.95	*BB* ↑	30.5.95					
	Ba1 ↑	18.5.97	*BB+* ↑	21.2.97	Taiwan	Aa3	24.3.94	AA	20.4.89
								AA+ ↑	2.8.91
Hong Kong	A2	9.11.88	A	9.2.90					
	A3	8.11.89	A+ ↑	14.5.97	Thailandia	A2	1.8.89	A–	26.6.89
								A ↑	29.12.94
Indonesia	Baa3	14.3.94	BBB–	20.7.92		A3	8.4.97	A–	3.9.97
			BBB ↑	18.4.95		Baa1	1.10.97	BBB	24.10.97
			BBB–	10.10.97		Baa3	27.11.97		
	Ba1	21.12.97	*BB+*	31.12.97		*Ba1*	21.12.97	BBB–	8.1.98

* Passività a lungo termine in valuta estera. Le altre categorie di debito avevano ratings diversi.

↑ = promozione; negli altri casi, declassamento. Un rating di qualità non bancaria è indicato in corsivo. Tabella VII.3

precaria di questi paesi accrescesse il rischio di insolvenza o di mora nei pagamenti. In ogni caso, le decisioni sono state generalmente prese dopo che un forte inasprimento della politica macroeconomica nel quadro dei programmi del FMI aveva probabilmente migliorato la loro capacità nel lungo periodo di onorare i debiti esteri (il rating della Corea è stato innalzato di un grado nel febbraio 1998 dopo la conclusione di un accordo per l'allungamento della scadenza del debito bancario).

Gestione del portafoglio estero

La crisi è stata acuita da due carenze nella gestione delle attività e delle passività sull'estero: l'insufficiente liquidità esterna e l'inadeguata diversificazione in attività finanziarie estere.

Illiquidità

In molti paesi, l'indebitamento a breve sull'estero ha ampiamente superato il livello delle riserve valutarie (tabella VII.4). Questo debito era stato in gran parte contratto dal settore privato il quale, teoricamente, avrebbe dovuto sopportare le conseguenze delle proprie valutazioni del rischio. In pratica però le cose sono andate alquanto diversamente. Una volta che è apparso chiaramente che le economie erano estremamente vulnerabili agli shock ed è venuta meno la fiducia circa la sostenibilità dell'ancoraggio di cambio, i residenti con passività a breve sull'estero hanno cercato di coprire le proprie posizioni. Giacché né ai tassi d'interesse né ai cambi era consentito di muoversi in misura sufficiente, spesso tale copertura è avvenuta a spese delle riserve valutarie della banca centrale, sia a pronti che a termine. Si stima che in Thailandia la posizione corta a termine in valuta estera della banca centrale raggiungesse i $24 miliardi verso metà anno (circa $15 miliardi di passività sul mercato offshore). Ciò equivaleva a circa quattro quinti delle riserve valutarie detenute a quella data. Gli interventi ufficiali della Corea sui mercati a pronti e a termine hanno complessivamente superato i $21 miliardi nella seconda metà del 1997. In aggiunta, a fine novembre 1997, quasi $17 dei 24,4 miliardi delle riserve della Banca di Corea risultavano collocati in deposito nelle filiali estere delle banche coreane che avevano incontrato difficoltà nel far fronte alle loro passività in valuta estera. Le autorità indonesiane, che disponevano di riserve valutarie limitate, hanno potuto fare poco. Il massiccio debito in valuta estera accumulato dal settore privato (stimato dalla banca centrale a $73 miliardi) ha contribuito al crollo del cambio che ha prodotto gravissime conseguenze inflazionistiche e di altra natura. Gli impegni in valuta estera in scadenza delle società indonesiane non hanno semplicemente potuto essere onorati. Per contro, Filippine e Malaysia avevano

Debito estero a breve in percentuale delle riserve valutarie

	Corea	Filippine	Indonesia	Malaysia	Thailandia	*Per memoria: Messico*	
Fine 1993	148	52	171	28	89	*Fine 1992*	*124*
Metà 1997	214	88	182	62	153	*Metà 1994*	*173*

Tabella VII.4

mantenuto riserve valutarie ben superiori al livello del loro indebitamento a breve sull'estero. Anche prima dell'insorgere della crisi, il cambio della valuta malese non era rigidamente fissato: di fronte alle tensioni, le autorità hanno preferito lasciarlo cadere e limitare gli interventi sul mercato valutario.

Come limitare un incauto indebitamento in valuta estera

Un problema cruciale riguarda il modo in cui attuare un'adeguata vigilanza prudenziale nei confronti di mutuatari del settore privato che si indebitano in valuta estera. Un possibile approccio consiste nell'introdurre controlli o imposte nei paesi di residenza al fine di limitare le passività in valuta o allungarne la scadenza. In passato ciò è avvenuto in molti modi: imponendo restrizioni quantitative, consentendo il finanziamento all'estero soltanto a banche e imprese con un'alta affidabilità di credito o richiedendo ai mutuatari di collocare su depositi non remunerati presso la banca centrale una determinata quota dei fondi ottenuti. Tali meccanismi sono stati talvolta congegnati in modo da contrastare selettivamente gli afflussi a breve e potenzialmente volatili. Un secondo approccio consiste nel predisporre sistemi di salvaguardia contro il rischio di liquidità. Un esempio in tal senso è offerto dall'Argentina, dove le banche commerciali hanno l'obbligo di mantenere il 20% delle loro passività (il peso è convertibile con un rapporto di uno a uno con il dollaro) in attività liquide: alla fine del 1997, metà di queste era detenuta a New York. Esse sono tenute inoltre ad adottare misure che assicurino un adeguato accesso a liquidità in valuta estera in caso di crisi (ad esempio, attraverso linee di credito prenegoziate). Un terzo approccio è l'inasprimento dei vincoli regolamentari sui creditori, segnatamente sulle banche creditrici.

Esposizione a repentini deflussi

Un problema ancor più fondamentale dell'eccessivo indebitamento a breve sull'estero è che l'esposizione di un paese a repentini deflussi di capitale cresce quando gli investitori esteri detengono attività nazionali, a breve o di altra natura. Tale esposizione aumenta inoltre quando i residenti costituiscono consistenti portafogli di attività finanziarie interne che, non appena la moneta diventa convertibile per le transazioni di capitale, possono essere scambiate con valuta estera. Ad esempio, persino gli strumenti finanziari non considerati a breve (come le azioni) possono essere venduti immediatamente. Inoltre, anche chi detiene attività difficili da liquidare rapidamente (come gli investimenti diretti) può coprire la propria esposizione in moneta locale a brevissimo termine.

Scarsi investimenti in attività finanziarie estere

La vulnerabilità a questi mutamenti di umore può essere tanto maggiore se gli investitori nazionali non hanno diversificato i portafogli acquisendo attività estere. Sebbene gli alti saggi di risparmio in tutti i paesi colpiti dalla crisi abbiano determinato un rapido accumulo di attività nel settore privato, praticamente tutte le risorse sono state investite a livello nazionale. In particolare, il risparmio finanziario delle famiglie è stato principalmente convogliato verso le banche che a loro volta lo hanno impiegato sul mercato interno. Altri sbocchi sono stati gli investimenti immobiliari o sul mercato azionario locale.

Neanche le istituzioni finanziarie non bancarie paiono aver investito significativamente all'estero. Questa scarsa diversificazione in attività estere da parte delle istituzioni asiatiche potrebbe anche essere attribuita a distorsioni di mercato. Spesso le istituzioni finanziarie come i fondi pensione e le compagnie di assicurazione sono tuttora soggette a restrizioni sull'acquisizione di attività estere come in molti paesi industriali. Tuttavia, la principale spiegazione della

quota relativamente modesta di attività finanziarie non asiatiche potrebbe risiedere nel lungo periodo di alta redditività degli investimenti nelle economie dinamiche dell'Asia che avrebbe indotto gli investitori a ignorare i rischi della mancata diversificazione. Gli investitori asiatici hanno preferito detenere attività nazionali, sia reali che finanziarie, e ciò non è affatto sorprendente in quanto anche una sofisticata valutazione dei rischi basata sulle volatilità storiche non avrebbe lasciato presagire uno shock della portata di quello del 1997–98. Anche in America latina si era potuta osservare una marcata preferenza per le attività interne: in Cile gli investitori istituzionali locali avevano scelto di non investire significativamente in attività finanziarie estere anche quando sono stati liberi di farlo.

Quale che sia la ragione – e i dati sugli investimenti internazionali di portafoglio non sono mai completi e possono essere distorti da deliberate omissioni – pare che in Asia (a parte il Giappone) solo Singapore (dove i fondi pensione pubblici investono in titoli esteri oltre che in prestiti ipotecari locali) e Hong Kong (dove i fondi pensione investono massicciamente in valori esteri) avessero accumulato un ampio portafoglio di attività finanziarie estere. Anche se molti altri paesi asiatici avevano saggi di risparmio elevati e in crescita, i collocamenti in azioni o obbligazioni non asiatiche sembrano essere stati relativamente modesti (tabella VII.5). In molte economie le riserve valutarie ufficiali rappresentano una quota elevata delle attività finanziarie estere totali del paese. Gli investimenti istituzionali (segnatamente dei fondi pensione) sembrano essersi concentrati sul mercato interno o su altre economie asiatiche con caratteristiche simili. La concentrazione in attività finanziarie o reali locali ha contribuito a gonfiare la bolla dei prezzi e ha esposto gli investitori ai rischi insiti nella mancanza di diversificazione geografica. Essa potrebbe inoltre aver accentuato la fuga dei capitali durante la crisi, allorché sono apparsi in tutta evidenza i pericoli connessi a una così forte esposizione verso il mercato interno.

In Asia gli investitori finanziari locali avrebbero forse diversificato maggiormente i propri portafogli se fossero stati correttamente percepiti i rischi di cambio o di altra natura derivanti da così massicci investimenti in patria. Gli eccessivi saggi di investimento interni segnalati nel Capitolo III sarebbero stati più contenuti. Ciò non solo avrebbe contribuito ad attenuare il boom dei prezzi delle attività, ma avrebbe anche accresciuto i deflussi di capitale a compensazione

Flussi esterni cumulativi in Asia

	Corea	Filippine	Indonesia	Malaysia	Singapore	Taiwan	Thailandia	Giappone
	in miliardi di dollari USA							
Saldo corrente[1]	– 48	– 19	– 29	– 27	58	62	– 64	664
in % del PNL	*12*	*30*	*19*	*41*	*86*	*29*	*50*	*16*
Investimenti di portafoglio[2]								
Attività	1	3	–	–	37	12	–	512
Passività	53	5	10	– 4	6	13	16	362

[1] 1990–96. [2] 1990–96 eccetto per Filippine, Indonesia e Malaysia (1990–95). Tabella VII.5

dei flussi in entrata. Gli afflussi netti e i disavanzi correnti sarebbero quindi stati minori, come meglio si conviene a economie con alti saggi di risparmio, pur in presenza di massicci afflussi su base lorda. La crescita economica sarebbe stata meno rapida, ma più sostenibile. Una conseguenza durevole della crisi potrebbe essere l'espansione degli investimenti asiatici in attività finanziarie estere sul medio periodo, con il probabile risultato di ridurre significativamente i disavanzi correnti rispetto a quanto osservato per gran parte di questo decennio. Un eventuale riorientamento del risparmio delle famiglie dalle banche ai mercati finanziari potrebbe rafforzare questa tendenza.

Le fasi della crisi

Allorché è scoppiata la crisi dei cambi, era già intervenuto un netto rallentamento congiunturale e i prezzi delle attività erano oggetto di pesanti pressioni al ribasso. In tali circostanze le autorità erano tanto più restie a innalzare i tassi d'interesse in quanto, data la struttura finanziaria prevalentemente caratterizzata da un indebitamento a breve (o a tasso variabile), ciò avrebbe immediatamente colpito i mutuatari e minacciato la solvibilità delle banche. Poiché gli operatori del mercato valutario erano consapevoli di tale ridotto margine di manovra delle autorità, molte banche centrali hanno avuto difficoltà nel predisporre difese credibili della loro moneta. In taluni casi la credibilità è stata ulteriormente minata da incertezze sulla leadership politica, che ha fatto dubitare della capacità del governo di attuare una qualche politica economica coerente. L'introduzione di controlli amministrativi, tentativi di "moral suasion" e altri mezzi per scoraggiare i deflussi di capitali o separare il mercato offshore da quello interno (nella speranza di schermare quest'ultimo dai forti rialzi dei tassi d'interesse sul primo) hanno avuto ben poco successo, contribuendo così a deteriorare ulteriormente la fiducia degli investitori.

Una cronologia dei principali avvenimenti finanziari durante la crisi viene presentata nella tabella VII.6, e nel Capitolo III vengono più compiutamente analizzate le esperienze dei singoli paesi. Vi sono state tre ondate principali. Dapprima, la fluttuazione del baht thailandese agli inizi di luglio ha determinato pressioni su peso filippino, ringgit malese e rupia indonesiana. Successivamente, il dollaro di Hong Kong e il nuovo dollaro di Taiwan sono stati oggetto di intense sollecitazioni in ottobre (che hanno prodotto nuove pressioni sulle monete del Sud-Est asiatico già toccate in precedenza); anche il mercato russo e quelli latino-americani sono stati duramente colpiti, con una contrazione di un quinto o più dei corsi azionari in Argentina, Brasile e Messico. Infine, vi è stato l'attacco al won coreano e l'aggravarsi delle difficoltà in Indonesia.

Contagio ...

La crisi è stata complessa e per molti aspetti senza precedenti. Essa non è ancora superata. I vari canali attraverso cui si è diffusa sono più approfonditamente trattati in altri capitoli: le risposte degli investitori istituzionali nel Capitolo V, le questioni riguardanti i mercati valutari nel Capitolo VI e gli aspetti relativi al settore bancario e ai mercati obbligazionari internazionali nel Capitolo VIII.

... in tre ondate

Il contagio iniziale dalla Thailandia a Filippine, Indonesia e Malaysia sembrerebbe dovuto principalmente alla tendenza degli investitori, esteri e non, a considerare questi paesi come un unico gruppo (solo in parte a causa delle analogie

nelle situazioni economiche di fondo). Anche prima della crisi i movimenti settimanali dei corsi azionari degli ultimi tre paesi tendevano a essere correlati a quelli della borsa thailandese (tabella VII.7). Le operazioni effettuate in altri mercati dell'Asia da numerose istituzioni finanziarie non bancarie asiatiche potrebbero aver aggravato il contagio. Vari casi specifici sono stati ampiamente

Cronologia della crisi

1997	
Inizi 1997	Pressioni sul baht thailandese contrastate con massicci interventi sui mercati a pronti e a termine.
15 maggio	La Thailandia introduce controlli volti a segmentare i mercati interno e offshore, ma permangono forti pressioni. Misure analoghe adottate da altri paesi in fasi diverse della crisi si rivelano inefficaci.
2 luglio	Fluttuazione del baht thailandese. Le pressioni si estendono al peso filippino, al ringgit malese e alla rupia indonesiana.
11 luglio	Fascia di oscillazione del peso filippino ampliata in misura non specificata.
11 luglio	Fascia di oscillazione della rupia indonesiana ampliata dall'8 al 12%.
Luglio	Il ringgit malese scende del 4,8% a fine luglio.
Agosto	I corsi azionari toccano il massimo a Hong Kong il 7 agosto e a Taiwan il 26 agosto.
14 agosto	Fluttuazione della rupia indonesiana.
20 agosto	Il FMI approva un prestito standby di $3,9 miliardi per la Thailandia.
17 ottobre	Le autorità cessano di sostenere il nuovo dollaro di Taiwan, che scende del 6%. Si intensificano le pressioni sul dollaro di Hong Kong e sui mercati azionari.
20–23 ottobre	Turbolenze finanziarie a Hong Kong. L'indice Hang Seng perde il 23% in tre giorni. Aumentano le pressioni sul won coreano.
27 ottobre	Calo del 7% dei corsi azionari negli USA. Forti flessioni sui mercati azionari latino-americani.
28 ottobre	Discesa del 23% delle quotazioni azionarie in Russia.
31 ottobre	A seguito di intense pressioni sul real, la banca centrale del Brasile raddoppia il suo tasso d'intervento al 43%.
5 novembre	Il FMI approva un prestito standby di $10,1 miliardi per l'Indonesia, di cui $3 miliardi immediatamente disponibili.
10 novembre	Le autorità aumentano i tassi d'interesse di 7 punti percentuali in Russia e annunciano un ampliamento della fascia d'intervento per il rublo dal ±5 al ±15%.
20 novembre	Ampliamento della fascia di oscillazione giornaliera del won coreano dal ±2¼ al ±10%.
21 novembre	La Corea chiede un prestito standby al FMI.
4 dicembre	Il FMI approva un prestito standby record di $21 miliardi in tre anni per la Corea, di cui $5,6 miliardi erogati immediatamente.
16 dicembre	Fluttuazione del won coreano.
1998	
27 gennaio	"Pausa" nel servizio del debito delle imprese in Indonesia.
29 gennaio	Accordo tra la Corea e i creditori esteri per scambiare $24 miliardi di passività a breve contro prestiti garantiti dallo Stato a tassi variabili di 2¼–2¾ punti percentuali sopra al LIBOR a sei mesi.
9–10 febbraio	Il FMI e vari Stati creditori respingono il piano dell'Indonesia che prevede l'introduzione di un "currency board", minacciando la revoca degli interventi di sostegno finanziario.
4 marzo	Durante un riesame del programma economico della Thailandia, il FMI allenta alcuni obiettivi delle politiche macroeconomiche e approva il pagamento della seconda tranche.

Tabella VII.6

Correlazione con i movimenti settimanali dei corsi azionari in Thailandia							
Mercati azionari	Filippine	Singapore	Indonesia	Malaysia	Hong Kong	Taiwan	Corea
Pre-crisi*	0,38	0,38	0,35	0,34	0,26	0,06	– 0,06
Post-crisi*	0,66	0,53	0,64	0,61	0,42	0,22	0,57

* Il baht thailandese è stato lasciato fluttuare il 2 luglio 1997. Il periodo pre-crisi va dal gennaio 1995 al giugno 1997; il periodo post-crisi dal luglio 1997 al febbraio 1998. Tabella VII.7

citati: ad esempio, è stato reso noto che un'importante società di intermediazione mobiliare di Hong Kong, poi fallita, aveva concesso prestiti in dollari a un'impresa indonesiana e aveva poi ceduto a banche coreane partecipazioni al credito ad alto rendimento.

In seguito alla caduta delle valute dei quattro paesi si sono acuiti i timori circa la competitività degli altri mercati asiatici: questo è stato probabilmente un importante veicolo del contagio durante la seconda e la terza ondata della crisi. La rivelazione dei gravi problemi bancari nei paesi colpiti dal deprezzamento del cambio ha attirato l'attenzione sulla fragilità del settore bancario in tutta l'Asia e in particolare in Corea. Nonostante un modesto disavanzo corrente, una bassa inflazione e l'accettazione di un deprezzamento del cambio a partire dal 1995, il won coreano è stato oggetto di intense pressioni. Al tempo stesso, l'inizio della crisi ha accresciuto le correlazioni tra i movimenti dei vari mercati azionari. Questo accentuarsi della correlazione, osservato anche in altri episodi di turbolenza finanziaria, è stato presumibilmente dovuto all'operare degli investitori che gestiscono i portafogli di attività di vari paesi. Ciò può spiegare la trasmissione di shock all'America latina e all'Europa orientale (Capitolo III).

Incerti segni di stabilizzazione?

Al momento di andare in stampa, il cambio della rupia indonesiana non si era stabilizzato e le difficoltà politiche del paese si erano aggravate. Sebbene gli altri mercati finanziari siano rimasti molto volatili, sembra che le successive ondate di contagio abbiano perso parte della loro precedente forza. Sia la Cina che Hong Kong hanno mantenuto la loro parità di cambio; i dollari di Taiwan e di Singapore sono scesi solo lievemente e il Brasile ha resistito a un pesante attacco sul real.

La risposta di politica economica

Brusca inversione dei flussi di capitale ...

Nei mesi scorsi nella maggior parte dei paesi dell'Asia la politica economica ha dovuto affrontare una difficile posizione finanziaria esterna. Tra il 1996 e il secondo semestre 1997 i movimenti di capitale in Asia sono passati da afflussi di quasi $100 miliardi all'anno a deflussi all'incirca della stessa entità (tabella VII.8).

... e contrazione del credito bancario

Il credito bancario internazionale a soggetti non bancari dell'Asia (escluso il Giappone, ma inclusi Hong Kong e Singapore) è diminuito di oltre $9 miliardi nell'ultimo trimestre del 1997, il calo più forte mai registrato, e alcuni paesi hanno incontrato notevoli difficoltà persino a finanziare il commercio estero. Al tempo stesso, i depositi degli operatori non bancari asiatici (eccetto quelli di Giappone, Hong Kong e Singapore) presso le banche dichiaranti alla BRI sono cresciuti di quasi $15 miliardi, attribuibili a una tardiva copertura di passività in

Afflussi netti di capitali privati in Asia e in America latina							
	1980–90	1991–93	1994	1995	1996	1997	
	Media					1° sem.[1]	2° sem.[1]
	in miliardi di dollari USA						
Totale	13	83	75	79	166	138	– 13
Cina	2[2]	6	13	13	19	8	6
Altri paesi dell'Asia[3]	5	32	24	38	77	62	–108
Brasile	4	7	8	32	34	26	27
Altri paesi dell'America latina[4]	2	38	30	–4	36	42	62

Nota: i flussi di capitale sono calcolati come differenza tra il saldo delle partite correnti e la variazione delle riserve; i flussi privati sono derivati come posta residuale dal valore stimato dei flussi ufficiali.

[1] A tassi annui. [2] 1982–1990. [3] Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia. [4] Argentina, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela.

Fonti: FMI, "Balance of Payments Statistics"; Institute of International Finance. Tabella VII.8

valuta estera e, forse, a una fuga di capitali. In aggiunta, il credito interbancario netto internazionale è diminuito di $29 miliardi. Gli spreads medi delle obbligazioni internazionali dei paesi emergenti sul mercato secondario hanno subito un forte incremento e sono rimasti elevati.

Le contromisure adottate a livello finanziario e monetario durante la crisi possono essere raggruppate in due grandi categorie: l'assistenza finanziaria ufficiale a breve termine e la manovra di politica monetaria, in particolare sul livello dei tassi d'interesse a breve. È inoltre in atto un'importante ristrutturazione dei sistemi bancari interni.

Assistenza finanziaria ufficiale

Assistenza finanziaria ...

Se l'assistenza finanziaria ufficiale internazionale in favore dei paesi asiatici non ha precedenti in termini di quantità, essa presenta alcune caratteristiche comuni con quella fornita a suo tempo al Messico. In primo luogo, i crediti standby del FMI sono stati estremamente elevati rispetto alle quote dei paesi nel FMI (in genere essi non superano di tre volte la quota) (tabella VII.9). Secondariamente, tali crediti sono stati integrati da consistenti interventi di assistenza multilaterale e bilaterale. A Thailandia, Indonesia e Corea sono stati offerti complessivamente $117 miliardi e l'entità degli impegni è cresciuta in ciascuno dei successivi pacchetti. In tal modo si voleva assicurare che l'importo del pacchetto annunciato avesse un impatto psicologico sui mercati e arrestasse così la perdita di fiducia a livello internazionale. È difficile giudicare di quale entità debba essere l'intervento affinché possa ottenere tale scopo. Il sostegno ufficiale internazionale offerto ai paesi asiatici non è stato sufficiente a coprire tutte le passività a breve sull'estero, come invece era avvenuto in Messico, una differenza che non è passata inosservata sui mercati. Nel caso della Corea, la delusione del mercato per l'entità della sua iniziale richiesta di assistenza finanziaria ha indotto il paese a domandare un ulteriore sostegno.

... di grandi proporzioni ...

Tuttavia, l'efficacia dell'assistenza finanziaria non dipende tanto dal volume dei fondi, quanto piuttosto dalla credibilità dell'impegno del paese beneficiario ad

Impegni di finanziamento ufficiali					
	FMI	BIRS	ADB	Impegni bilaterali	Totale
	in miliardi di dollari USA				
Thailandia	3,9 (505% della quota)	1,9	2,2	12,1	20,1
Indonesia	10,1 (490% della quota)	4,5	3,5	22,0[1]	40,0
Corea	21 (1 939% della quota)	10,0	4,0	22,0	57,0
Totale	35	16,4	9,7	56,1	117,1
Per memoria:					
Messico	*17,8 (689% della quota)*	*1,5*	*1,3*[2]	*21,0*[3]	*51,6*

[1] Compreso l'utilizzo di una riserva di emergenza indonesiana di $5 miliardi. [2] IADB. [3] Era stata inoltre predisposta una linea di credito fino a $10 miliardi con le banche centrali del G-10 che non è mai stata attivata. Tabella VII.9

... ma efficace solo se combinata con altre misure

attuare un efficace aggiustamento di politica economica. È significativo che i cambi si siano indeboliti ulteriormente (talvolta in maniera consistente) nelle settimane successive all'annuncio dei pacchetti di assistenza finanziaria su vasta scala per i tre paesi (anche se la rupia indonesiana ha segnato una breve ma vigorosa ripresa allorché gli interventi congiunti di diverse banche centrali asiatiche hanno sostenuto la moneta dopo che era stato annunciato il programma del FMI). Come già detto, i rapidi declassamenti da parte delle principali agenzie di rating hanno avuto luogo dopo che erano stati resi noti i programmi di aiuto (grafico VI.7). La fiducia è ritornata e i cambi si sono stabilizzati solo dopo che specifiche iniziative delle autorità (tra cui un forte incremento dei tassi d'interesse overnight, discusso più avanti) unitamente ad accordi con le banche creditrici avevano convinto i mercati dell'adeguatezza delle politiche macroeconomiche e della sostenibilità del servizio del debito estero.

Contributo delle banche al superamento della crisi negli anni ottanta ...

All'indomani delle crisi in Messico e in Asia, il contributo relativo dei settori ufficiali e privato ai salvataggi finanziari internazionali è stato oggetto di un ampio dibattito. Un aspetto preminente della risposta alla crisi debitoria degli anni ottanta era che gli accordi finanziari venivano conclusi, su sollecitazione ufficiale, tra banche creditrici e mutuatari sovrani non più in grado di far fronte al servizio del proprio debito bancario. I negoziati erano stati lunghi e difficili, ed erano occorsi molti mesi per attuare la ristrutturazione del debito. L'assistenza ufficiale era in una certa misura subordinata al consenso delle banche creditrici a rinnovare i crediti (o a fornire nuovi fondi).

... maggiore che negli anni novanta

Così non era avvenuto dopo la crisi messicana, giacché le passività sull'estero erano rappresentate da disponibilità molto disperse di strumenti a breve di largo mercato. Di conseguenza, la massiccia assistenza ufficiale ha consentito ai detentori di titoli di Stato messicani a breve collegati al dollaro di uscirne indenni. L'entità degli aiuti ufficiali, che avevano coperto tutte le passività a breve sull'estero del paese, potrebbe aver istituito un parametro in base al quale i mercati finanziari hanno poi potuto giudicare l'adeguatezza dei successivi pacchetti per i paesi asiatici. Secondo alcuni osservatori, il salvataggio messicano avrebbe indebolito il senso di responsabilità degli investitori per le loro scelte ("moral hazard"). E dal momento che i detentori di altre tipologie di titoli

messicani (azioni, obbligazioni a lungo termine e passività denominate in peso) hanno invece subito pesanti perdite, potrebbe altresì aver distorto la struttura dei flussi di capitale spostandola dalle azioni agli strumenti debitori, dal lungo al breve termine e dalla moneta locale a quella estera. Tali effetti avrebbero reso successivamente più vulnerabili i paesi mutuatari di fronte a improvvise crisi di liquidità.

Timori sui costi e sul rischio di "moral hazard" dei piani di salvataggio internazionali

In ogni caso, molti paesi asiatici avevano in effetti accresciuto di molto la loro dipendenza dai finanziamenti bancari a breve in valuta estera. Quando è scoppiata la crisi asiatica, la diffusa preoccupazione per l'onere che più pacchetti di salvataggio internazionali simultanei di notevole entità avrebbero comportato per il settore pubblico e i timori circa i rischi di "moral hazard" hanno incoraggiato la ricerca di soluzioni che coinvolgessero prestatori privati oltre che del settore ufficiale. Le banche internazionali hanno sì concluso taluni accordi per un allungamento delle scadenze dei prestiti, ma la ristrutturazione del debito bancario non è stata così radicale come per la crisi debitoria degli anni ottanta. Vi sono stati accordi per un rinnovo della maggior parte del debito bancario a breve della Thailandia. Inoltre, il governo coreano ha garantito le passività bancarie in contropartita di un allungamento delle scadenze dei crediti da parte delle banche estere. Entrambi gli accordi sembrano aver contribuito a ripristinare un certo grado di fiducia e i tassi di cambio si sono stabilizzati nei periodi immediatamente successivi agli annunci. Il forte deprezzamento della rupia è stato anch'esso riassorbito per un breve periodo dopo la notifica di una "pausa temporanea" nel servizio del debito estero in valuta delle imprese, in gennaio. Tuttavia, i successivi negoziati per la ristrutturazione del debito dell'Indonesia si sono rivelati molto laboriosi, non da ultimo per l'amplissimo numero delle imprese debitrici coinvolte.

Politica monetaria

La riluttanza a sostenere il cambio con alti tassi d'interesse ...

Sebbene il mantenimento dell'ancoraggio del cambio fosse un obiettivo annunciato della politica governativa, in Asia vi è stata una certa riluttanza a inasprire la politica monetaria durante le prime fasi della crisi. A parte alcune eccezioni notevoli, i tassi overnight sono stati spesso innalzati solo quando l'esaurimento delle risorse valutarie disponibili ha lasciato ben poche alternative. Inoltre, si è consentito in genere ai tassi overnight di ridiscendere non appena si sono allentate le pressioni immediate. Al tempo stesso, le autorità hanno cercato di evitare che i rialzi dei tassi d'interesse si trasmettessero appieno alla struttura dei tassi d'interesse interni.

... determina una pericolosa dipendenza da massicci interventi ufficiali ...

Il baht thailandese era stato ripetutamente oggetto di pressioni già molti mesi prima della crisi finale e gli interventi della banca centrale sui mercati valutari erano riusciti a respingere almeno due importanti attacchi. Quando le tensioni si sono intensificate verso metà 1997, la banca centrale è intervenuta massicciamente sia sul mercato a pronti che su quello a termine, resistendo però alle spinte al rialzo sui tassi d'interesse. I tassi overnight, che durante la crisi erano stati lasciati salire al 20%, agli inizi di agosto erano ridiscesi al 10%. L'aumento dei tassi in Malaysia nei giorni della fluttuazione del baht thailandese è stato di ancor più breve durata. Per contro, nel periodo immediatamente successivo allo scoppio della crisi le Filippine hanno mantenuto tassi

... ma con alcune eccezioni

overnight elevati più a lungo di Malaysia e Thailandia. L'Indonesia ha innalzato i tassi overnight al 300% in agosto, ma ciò non è riuscito ad arrestare la caduta del cambio probabilmente a causa dei dubbi circa le altre politiche interne e dell'apprestamento di liquidità (a più bassi tassi) in favore delle banche in condizioni precarie. Anche la Corea non ha aumentato significativamente i tassi d'interesse se non quando la crisi era già in fase avanzata. In molti paesi nuove ondate di pressioni al ribasso sui cambi hanno infine costretto le autorità a innalzare fortemente i tassi d'interesse, spesso nel quadro di un programma del FMI. Nella maggior parte dei casi, i tassi d'interesse hanno toccato il punto di massimo solo a crisi inoltrata (tabella VII.10) e i cambi non hanno interrotto la loro caduta fino al gennaio 1998.

Un'eccezione di rilievo a tale profilo evolutivo dei tassi d'interesse ufficiali è stata Hong Kong, dove vi sono stati forti e durevoli aumenti. I tassi d'interesse sono saliti lungo tutta la gamma delle scadenze (i tassi a tre mesi hanno a un certo punto raggiunto il 25%). Ciò ha consentito di difendere con successo l'ancoraggio al dollaro, in presenza di brusche flessioni dei prezzi delle attività.

La manovra dei tassi d'interesse dopo una crisi dipende da:

La questione del livello appropriato dei tassi d'interesse in un contesto di cambi calanti e di maggiori spinte inflazionistiche da costi è divenuta molto controversa con il procedere della crisi. Da metà 1997 le autorità della regione hanno dovuto affrontare un difficile dilemma. Tassi d'interesse più elevati avrebbero potuto ripristinare la fiducia nella moneta, ma solo al prezzo di acuire le tendenze recessive che già compromettevano la capacità di sopravvivenza delle imprese e aggravavano i seri problemi del settore bancario.

denominazione dei flussi ...

In che misura l'aumento dei tassi d'interesse riesce ad arginare il deprezzamento della moneta? Il nesso tra tassi d'interesse e tassi di cambio è complesso e dipende, tra l'altro, dalla denominazione valutaria dei flussi di capitale e dalle aspettative. Come già rilevato, gran parte dei capitali precedentemente affluiti in Asia (sia tramite il canale bancario che le emissioni di obbligazioni internazionali) erano denominati in valuta estera. Evitare una brusca caduta del cambio è

Tassi d'interesse e tasso di cambio durante la crisi

	Tassi d'interesse					Tasso di cambio	
	Overnight		A tre mesi			Minimo[1] tra luglio 1997 e marzo 1998	
	Massimo	Data	1° sem. 1997	Massimo	Data	Deprezzamento[2]	Data
Hong Kong	100,0	23.10	5,8	25,0	23.10	0	–
Taiwan	11,5	7.10	6,1	9,8	7.10	– 19,3	12.1.98
Corea	27,2	30.12	12,7	25,0[3]	23.12	– 54,6	23.12
Filippine	102,6	6.10	14,0	85,0	8.10	– 41,8	7.1.98
Indonesia	300,0	25.8	13,7	27,7	31.10	– 84,3	23.1.98
Malaysia	50,0	10.7	7,2	8,8	20.11	– 46,3	8.1.98
Singapore	50,0	23.10	3,6	10,3	19.12	– 21,0	12.1.98
Thailandia	27,4	5.9	13,1	26,0	25.12	– 55,0	12.1.98

Nota: salvo diversa indicazione, le date sono riferite al 1997.

[1] Tasso di chiusura. [2] Variazione percentuale del cambio dollaro USA/valuta locale dal giugno 1997. [3] Non unico.

Tabella VII.10

desiderabile, stante il rischio che le imprese fortemente indebitate in moneta estera siano spinte verso il fallimento. D'altra parte, i tassi d'interesse interni più elevati necessari per sostenere i cambi potrebbero compromettere la solidità dei debitori in moneta nazionale, e in tal modo addirittura indebolire la moneta.

... aspettative ...

La questione delle aspettative è ancora più complessa. È possibile affermare che solo forti aumenti dei tassi d'interesse possono sostenere efficacemente una moneta soggetta a pressioni. Incrementi solo modesti dei tassi d'interesse rischiano di generare attese di ulteriori rialzi sul mercato; gli investitori potrebbero quindi ritardare lo spostamento verso attività in moneta nazionale finché non riterranno che i tassi d'interesse abbiano raggiunto il massimo e che verosimilmente in futuro non potranno che scendere. Da questo punto di vista, la riluttanza di molti paesi asiatici a innalzare i tassi d'interesse nelle prime fasi della crisi e a mantenerli elevati per un periodo sufficiente a ricostituire le riserve ha creato aspettative sfavorevoli e ha così indebolito la credibilità delle autorità. L'esperienza del Brasile, dove i tassi d'interesse erano stati repentinamente raddoppiati, sembra avvalorare questa interpretazione: il reflusso verso attività denominate in real, inizialmente modesto, ha ripreso slancio solo quando i tassi d'interesse hanno iniziato a scendere e il mercato ha cominciato ad attendersi ulteriori cali. Un altro esempio in America latina viene dal Cile, dove le pressioni al ribasso sulla moneta sono state contrastate tramite un rialzo del tasso d'interesse indicizzato all'inflazione. Persino Hong Kong, con le sue ingenti riserve valutarie, ha fortemente innalzato i tassi d'interesse quando la sua moneta è stata oggetto di pressioni.

... e rapidità dell'adeguamento dei prezzi delle attività

Una seconda considerazione è che un lungo periodo di tassi d'interesse elevati tende a deprimere il valore delle attività interne. L'influenza che ciò produce sui flussi di capitale dipende dalla velocità con cui i prezzi delle attività si adeguano al loro più basso livello. Se l'adeguamento è relativamente lento (come spesso avviene per i prezzi immobiliari), le aspettative di ulteriori cali tendono a ridurre gli afflussi netti di capitale e di conseguenza a deprimere ulteriormente il cambio.

La manovra di tasso d'interesse in un contesto di instabilità

Né è semplice valutare l'adeguatezza dei tassi d'interesse interni in un contesto di cambi instabili e di incerte prospettive di inflazione. Ad esempio la misurazione dei tassi d'interesse reali dipende dalla definizione di tasso d'inflazione utilizzata per deflazionare i tassi nominali. Adottando la definizione standard, ossia l'incremento sui dodici mesi precedenti, i tassi d'interesse reali a breve nei paesi più colpiti dalla crisi risultano fortemente cresciuti verso la fine del 1997 e agli inizi del 1998 (parte sinistra della tabella VII.11). Inoltre i tassi reali sono rimasti significativamente inferiori nei paesi che non hanno modificato la parità del cambio (Cina e Hong Kong). Tuttavia, la dinamica inflazionistica è fortemente variata a seguito dei recenti movimenti dei cambi. Se invece si utilizza il tasso d'inflazione sui tre mesi precedenti, il quadro appare alquanto diverso (parte destra della tabella). I tassi d'interesse reali così misurati risultano decisamente negativi in Indonesia e lievemente inferiori allo zero in Corea e Malaysia.

Per contro, i tassi d'interesse reali di Cina, Hong Kong e Singapore (dove l'inflazione è scesa negli ultimi mesi) appaiono leggermente superiori a quelli ottenuti attraverso la prima misurazione. Gli alti tassi d'interesse reali, se mantenuti oltre il periodo di crisi immediata, costituirebbero una novità di rilievo in queste tre economie, dove in passato essi sono stati molto bassi o

Tassi d'interesse a breve[1] in termini reali: deflatori alternativi

Deflazionati con l'inflazione:	*su base annua*[2]						*su base trimestrale*[3]			
	1990–95	1996	1997			1998	1997			1998
			2°trim.	3°trim.	4°trim.	1°trim.	2°trim.	3°trim.	4°trim.	1°trim.
	Tassi d'interesse annui									
India	2,7	4,8	0,8	3,1	2,6	1,9	3,6	2,2	0,3	– 0,4
Cina	–2,4	0,7	4,4	5,2	4,6	5,6	9,3	–2,0	10,7	8,9
Hong Kong	–3,4	–0,5	0,6	1,2	4,8	3,8	0,6	0,3	7,2	4,7
Taiwan	3,2	2,3	5,4	6,4	7,4	5,5	3,7	2,5	12,0	4,0
Corea	6,9	7,3	8,2	8,3	10,0	12,6	8,1	8,3	9,1	– 0,1
Filippine	4,7	3,6	5,7	8,6	10,0	10,8	5,4	6,7	9,9	8,1
Indonesia	8,1	7,3	8,5	17,3	12,4	2,1	9,9	16,4	1,8	–36,6
Malaysia	2,7	3,5	4,8	5,2	5,9	4,1	6,7	5,7	4,2	– 1,8
Singapore	1,1	1,6	1,9	1,8	4,0	5,2	1,6	0,6	4,9	9,2
Thailandia	5,1	4,7	10,4	12,3	12,4	14,5	10,5	6,5	9,2	14,2
Brasile	13,1	10,1	13,3	15,7	29,9	27,3	14,7	18,5	32,0	24,0
Altri paesi dell'America latina[4]	–1,2	4,9	4,6	4,6	5,6	6,7	6,0	6,1	7,7	4,6

[1] Strumenti a tre mesi con le seguenti eccezioni: Cina, tassi sui depositi a un anno; Taiwan, tasso overnight e, prima del novembre 1994, media ponderata di sei tassi del mercato monetario con scadenze da overnight a sei mesi; Brasile, tasso overnight. [2] Tassi a breve corretti per la variazione annua dell'IPC. [3] Tassi a breve corretti per la variazione dell'IPC su tre mesi (annualizzata). [4] Media non ponderata di Argentina, Cile, Colombia, Messico e Perù.

Fonti: FMI, "International Financial Statistics"; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella VII.11

addirittura negativi. Il cambiamento è particolarmente marcato nel caso di Hong Kong, dove i tassi reali a breve sono saliti al 5%, rispetto al –3½% nel 1990–95. Ceteris paribus, una variazione di tale entità dovrebbe avere un notevole impatto sui prezzi delle attività.

La scelta del deflatore dipende in parte dall'andamento dell'inflazione di base, che potrebbe essere rimasta alquanto contenuta in molti paesi asiatici giacché l'iniziale shock da deprezzamento non sembra essere stato amplificato da spirali inflazionistiche salari-prezzi (Capitolo III). Un'ulteriore complicazione è che l'indice dei prezzi al consumo potrebbe non essere un deflatore adeguato per i tassi d'interesse in un momento in cui i prezzi delle attività cambiano rapidamente. Comunque, discrepanze così consistenti tra le varie misurazioni dei tassi d'interesse reali creano ulteriori incertezze per le decisioni di investimento e potrebbero deprimere gli investimenti quand'anche, ex post, il livello dei tassi d'interesse reali si rivelasse modesto.

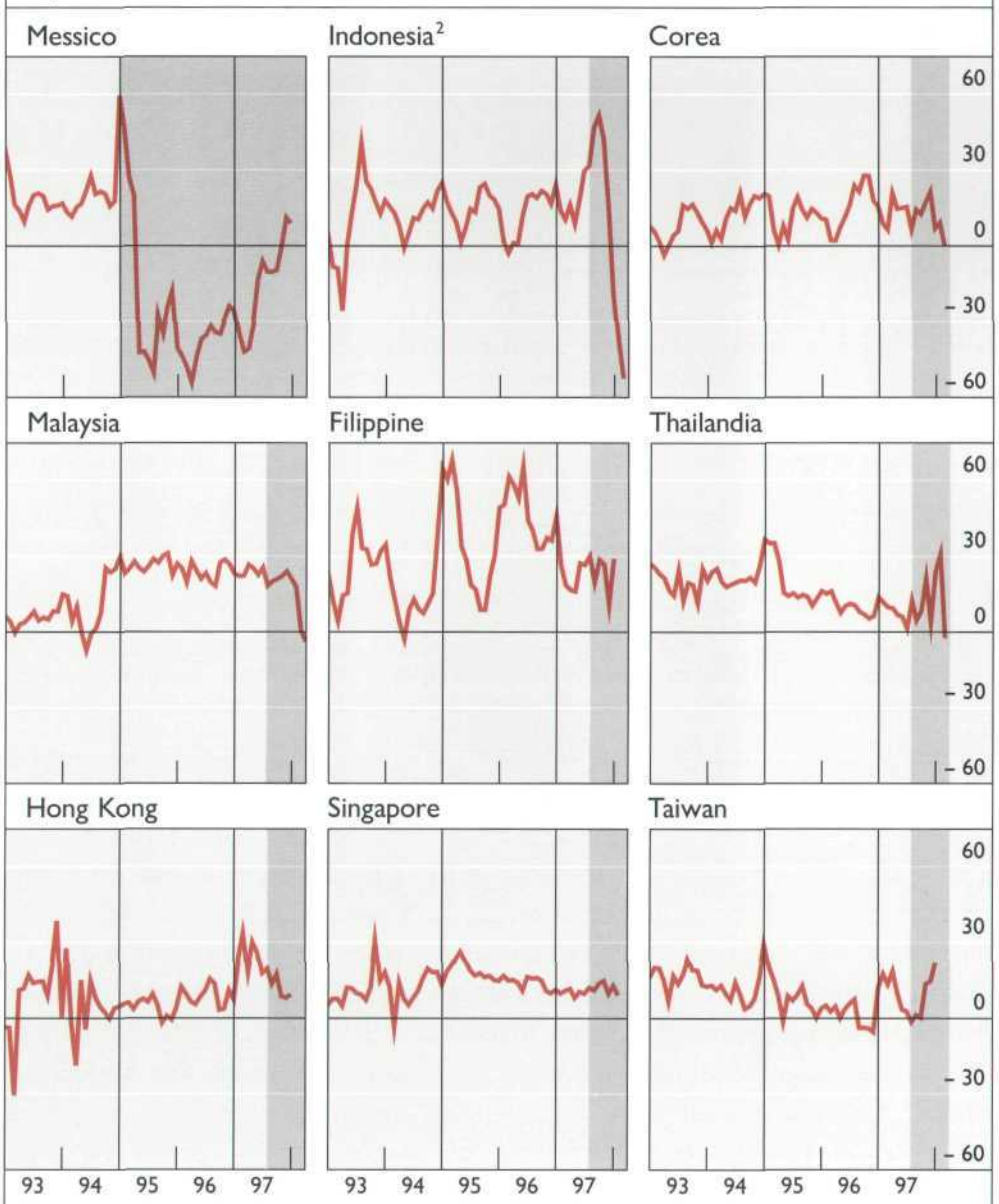
Contrazione del credito bancario ...

La recente evoluzione del credito bancario al settore privato è alquanto diversificata. Un inasprimento della politica monetaria dovrebbe in genere produrre un significativo rallentamento dell'espansione del credito bancario, soprattutto dopo gli altissimi tassi di crescita osservati in gran parte dell'Asia durante gli anni novanta. In aggiunta, molte banche asiatiche hanno accresciuto a dismisura gli impieghi e alcune sono in condizioni critiche. Se l'esperienza di altri paesi può essere di qualche insegnamento, il processo di ristrutturazione bancaria comporterà verosimilmente una brusca contrazione del credito. Ad esempio, il valore reale del credito bancario in Messico è sceso drasticamente nei due anni

successivi alla crisi (grafico VII.4). Sebbene sia prematuro esprimere giudizi, in gran parte dei paesi asiatici indicati nel grafico non sembra esservi stata finora una netta contrazione del credito bancario interno. L'unica eccezione è l'Indonesia. Tuttavia, gli ultimi dati indicano che il tasso di espansione in molti paesi è fortemente sceso negli ultimi mesi. In aggiunta, la dinamica di fondo del credito bancario può essere sovrastimata a causa di alcuni fattori temporanei, come il più intenso uso delle linee di credito esistenti da parte di mutuatari in difficoltà, la capitalizzazione degli arretrati in conto interessi e gli effetti di valutazione sui prestiti denominati in moneta estera.

Espansione del credito bancario in termini reali[1]

In percentuale



Nota: le zone ombreggiate indicano il periodo successivo all'inizio della crisi, ad esempio, dal dicembre 1994 per il Messico e dal luglio 1997 per l'Asia.

[1] Variazione percentuale su quattro mesi annualizzata del credito bancario al settore privato corretta per la corrispondente variazione percentuale dei prezzi al consumo. [2] Per il 1998, escluso il credito in valuta estera.

Fonti: FMI; statistiche nazionali. Grafico VII.4

Prezzi immobiliari*

	Minimo		Massimo		Minimo o valore più recente	
	Indice	Data	Indice	Data	Indice	Data
	Prezzi degli immobili non residenziali					
Hong Kong	100	4°trim. 1995	155	2°trim. 1997	111	4°trim. 1997
Corea			100	1°trim. 1990	77	4°trim. 1997
Singapore	100	4°trim. 1993	164	1°trim. 1996	146	4°trim. 1997
Indonesia			100	3°trim. 1992	65	2°trim. 1997
Malaysia			100	2°trim. 1995	86	4°trim. 1997
Filippine	100	2°trim. 1995	113	1°trim. 1996	104	4°trim. 1997
Thailandia	100	4°trim. 1989	180	4°trim. 1991	93	4°trim. 1997
Per memoria:						
Giappone	*100*	*1977*	*328*	*1990*	*104*	*1997*
Francia	*100*	*1982*	*248*	*1990*	*107*	*1996*
Svezia	*100*	*1980*	*532*	*1989*	*131*	*1993*
Regno Unito	*100*	*1984*	*197*	*1988*	*62*	*1992*
	Prezzi degli immobili residenziali					
Hong Kong	100	4°trim. 1995	150	2°trim. 1997	144	4°trim. 1997
Corea			100	1°trim. 1994	93	4°trim. 1997
Singapore	100	2°trim. 1988	272	2°trim. 1996	238	4°trim. 1997
Indonesia	100	1°trim. 1994	170	3°trim. 1997		
Malaysia			100	3°trim. 1995	91	4°trim. 1997
Filippine	100	3°trim. 1995	124	3°trim. 1996	117	4°trim. 1997
Thailandia			100	1°trim. 1992	53	4°trim. 1997
Per memoria:						
Giappone	*100*	*1977*	*214*	*1990*	*152*	*1997*
Francia	*100*	*1986*	*126*	*1992*	*114*	*1997*
Svezia	*100*	*1985*	*137*	*1990*	*103*	*1993*
Regno Unito	*100*	*1982*	*187*	*1989*	*136*	*1995*

* Basati sui prezzi (in valuta locale) corretti per l'inflazione.

Fonti: Colliers Jardine, Sydney; Jones Lang Wootton; statistiche nazionali. Tabella VII.12

... caduta dei prezzi immobiliari ...

I prezzi immobiliari in alcuni paesi risultano sostenuti dalla capitalizzazione degli arretrati di interessi e forse anche da nuovi prestiti concessi per evitare il dissesto di promotori pesantemente indebitati in certi mercati (tabella VII.12). In taluni centri, proprietà invendute o inutilizzate non vengono immesse sul mercato per evitare un collasso dei prezzi; in aggiunta, gli attuali piani edilizi in alcune città prevedono un aumento di offerta su un mercato già depresso. Per converso, alcuni progetti su larga scala, segnatamente nel settore pubblico, sono stati posticipati o annullati negli ultimi mesi.

L'esperienza dei paesi industriali mostra che i boom dei prezzi immobiliari vengono seguiti da prolungate e consistenti flessioni dei prezzi: riduzioni in media di quasi il 70% in termini reali per le proprietà non residenziali e del 30% per le abitazioni lungo l'arco di cinque o sei anni. L'evoluzione futura dei prezzi immobiliari avrà un notevole impatto sul settore finanziario in molti paesi asiatici, non soltanto a causa dei crediti immobiliari concessi in passato dal settore bancario, ma anche perché le proprietà sono servite da garanzia per altri prestiti. Dati gli

attuali livelli dei tassi d'interesse, gli investitori pesantemente indebitati sono fortemente incentivati a vendere, innescando così ulteriori cali dei prezzi. L'entità e la durata nel tempo della fase discendente dei prezzi delle attività potrebbero dipendere in parte dalla facilità con cui gli investitori esteri potranno accedere alle proprietà immobiliari locali, giacché gli acquisti da parte di tali soggetti tenderanno a limitare la discesa dei prezzi.

... e recessione interagiscono tra di loro

È probabile che la deflazione di una bolla dei prezzi delle attività e il necessario ridimensionamento del settore bancario deprimano la domanda nei paesi colpiti per un lungo periodo. Il crollo dei valori azionari in molte piazze ha comportato grosse perdite latenti per le banche, che graveranno sulle già deboli risorse di capitale. In seguito all'insolvenza di alcuni promotori immobiliari, le banche potrebbero ritrovarsi con proprietà che non possono essere liquidate al loro valore di garanzia. Gli effetti del rallentamento dell'attività economica, del collasso dei prezzi delle attività e della crisi bancaria tendono a rafforzarsi a vicenda, in quanto la contrazione del credito bancario deprime i prezzi delle attività e aggrava ulteriormente la recessione. A sua volta, ciò determina problemi aggiuntivi per le banche che sono costrette a ulteriori ridimensionamenti. "Circolo vizioso" è un termine eccessivamente sfruttato, ma che descrive fin troppo bene questa interazione tra crisi bancaria, crollo dei prezzi delle attività e recessione.

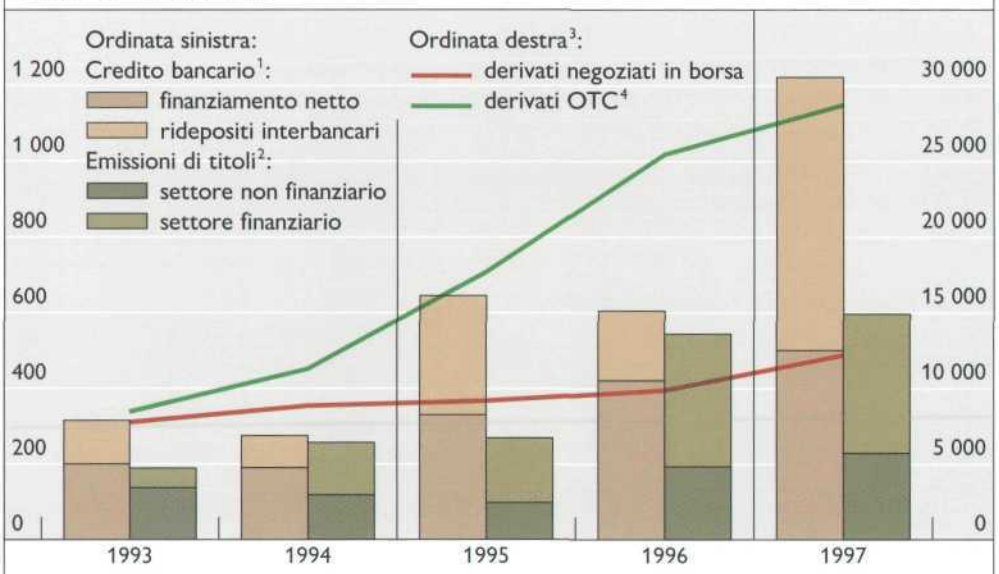
VIII. I mercati internazionali dei capitali

Aspetti salienti

Nel 1997 l'abbondante liquidità e la debole inflazione hanno creato un clima favorevole ai flussi internazionali di investimenti. Malgrado la crisi asiatica, il mercato internazionale è rimasto un importante canale per la ricerca di più elevati rendimenti da parte delle banche e di altri investitori, come dimostra la crescente propensione ad accettare nuovi mutuatari e strumenti maggiormente rischiosi che incorporano strutture sofisticate di flussi di pagamento. I mercati internazionali dei capitali hanno altresì beneficiato del proprio vantaggio competitivo sui mercati interni, della generale globalizzazione dell'attività finanziaria e della crescente domanda di ingenti e complessi schemi di finanziamento. L'ulteriore indebolimento delle barriere regolamentative in alcuni dei principali centri finanziari e l'imminente introduzione della moneta unica europea hanno impartito uno stimolo addizionale al processo di consolidamento in atto nel settore finanziario, alimentando i flussi internazionali. Le turbolenze asiatiche hanno determinato una brusca riconsiderazione delle strategie creditizie e di investimento, e nel quarto trimestre si sono esauriti i flussi di portafoglio verso

Attività sui mercati finanziari internazionali

In miliardi di dollari USA



[1] Variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio. [2] Emissioni internazionali nette (al netto degli effetti di cambio) di titoli del mercato monetario, obbligazioni e notes. [3] Ammontare nozionale in essere a fine anno. [4] Per il 1997, fine giugno.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Euroclear; Euromoney; Futures Industry Association; International Financing Review (IFR); International Swaps and Derivatives Association (ISDA); International Securities Market Association (ISMA); statistiche nazionali; BRI. Grafico VIII.1

le economie emergenti. Nei primi mesi del 1998, sebbene gli investitori abbiano continuato a evitare i centri asiatici, il pronto ritorno verso altri mercati in via di sviluppo fa ritenere che, malgrado la maggiore attenzione prestata al rischio di credito, l'integrazione delle economie emergenti nel sistema finanziario globale non sia stata sostanzialmente messa in discussione.

In tale contesto, nel 1997 il finanziamento internazionale totale netto posto in essere tramite il credito bancario e le emissioni di titoli è aumentato ancora una volta a ritmo sostenuto. Particolarmente rimarchevole è stata l'espansione delle attività bancarie internazionali, dato il rapido sviluppo della titolarizzazione a livello mondiale. Le banche hanno infatti nettamente accresciuto le proprie operazioni interbancarie e intensificato la partecipazione ai mercati mobiliari. Unitamente ad altri intermediari, esse hanno contribuito per circa due terzi all'espansione dello stock in essere di titoli internazionali. Mentre la maggiore importanza dei titoli nei bilanci delle organizzazioni bancarie ha rispecchiato una più dinamica gestione di attività e passività, l'ampio ricorso al mercato mobiliare internazionale ha rappresentato una risposta al ridotto interesse degli investitori per le tradizionali forme di risparmio. A sua volta, l'ampia sovrapposizione fra il credito bancario e il finanziamento mobiliare sul mercato internazionale, insieme all'accresciuta presenza in altri segmenti del settore finanziario, dimostra che le

Finanziamento netto stimato sui mercati internazionali[1]

Componenti del finanziamento internazionale netto	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Consistenze a fine 1997
	in miliardi di dollari USA						
Totale attività esterne delle banche[2]	185,5	316,4	274,9	680,1	532,7	1 156,7	9 038,3
Attività sull'interno in valuta estera	−39,8	−0,9	0,2	−36,0	71,4	65,1	1 344,4
meno: rideposiți interbancari	*−19,4*	*115,5*	*85,1*	*314,1*	*184,1*	*721,8*	*5 097,7*
A = Credito bancario internazionale netto[3]	165,0	200,0	190,0	330,0	420,0	500,0	5 285,0
B = Finanziamento netto mediante strumenti del mercato monetario	12,1	−6,3	3,3	17,4	41,1	19,8	183,8
Totale emissioni perfezionate di obbligazioni e notes	..	..	507,2	541,3	865,9	1 033,2	
meno: rimborsi e riacquisti	..	..	*253,9*	*290,4*	*363,6*	*457,1*	
C = Finanziamento netto mediante obbligazioni e notes	137,9	195,2	253,3	250,9	502,3	576,0	3 358,3
D = A + B + C = Totale finanziamento internazionale	314,9	389,0	446,5	598,2	963,4	1 095,9	8 827,2
meno: duplicazioni[4]	*69,9*	*114,0*	*41,5*	*53,2*	*213,4*	*230,9*	*1 242,2*
E = Totale finanziamento internazionale netto	245,0	275,0	405,0	545,0	770,0	865,0	7 585,0

[1] Per i dati sulle posizioni bancarie e sui collocamenti in euronotes, variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio; per il finanziamento obbligazionario dati di flusso. [2] Banche situate nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Lussemburgo, Austria, Danimarca, Finlandia, Irlanda, Norvegia, Spagna, Bahamas, Bahrein, Isole Cayman, Hong Kong, Antille olandesi e Singapore, nonché filiali di banche USA a Panama. [3] Esclusi i rideposiți stimati fra banche dichiaranti. [4] Obbligazioni internazionali acquisite o emesse dalle banche dichiaranti, nella misura in cui figurano nelle statistiche bancarie come crediti verso non residenti.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Euroclear; Euromoney; IFR; ISMA; BRI. Tabella VIII.1

banche commerciali hanno continuato a svolgere un ruolo di primo piano nel processo di intermediazione.

Nel contempo, il mutare delle percezioni a riguardo della UEM, la rinnovata volatilità dei mercati valutari e azionari e le ripercussioni della crisi asiatica hanno propiziato l'attività in strumenti derivati. Nelle borse gli scambi si sono intensificati dopo due anni consecutivi di declino, mentre hanno continuato a prosperare i prodotti negoziati fuori borsa (OTC). L'intensa pressione competitiva esercitata dai mercati OTC, il crescente favore incontrato dai sistemi di contrattazione telematica e la futura introduzione della moneta unica europea hanno potenziato le spinte alla ristrutturazione del settore. Inoltre, la sempre maggiore importanza delle operazioni pronti contro termine (PcT), unitamente ad altre tecniche di gestione del rischio, evidenzia un'ulteriore integrazione fra i mercati a pronti e derivati. Tali sviluppi, combinati con il crescente intreccio fra attività bancaria tradizionale e d'investimento, assicurazioni e gestione patrimoniale, nonché con il rapido progresso della tecnologia informatica, stanno accentuando la complessità dell'intermediazione finanziaria a livello globale e rafforzando le pressioni per l'aggiustamento delle infrastrutture regolamentative.

Il mercato bancario internazionale

Volume record di prestiti consorziali ...

Lo scorso anno le facilitazioni annunciate per prestiti consorziali internazionali hanno raggiunto un volume record. Secondo le statistiche BRI, che oggi comprendono i dati sulle operazioni di rifinanziamento, esse sono salite da $901 miliardi nel 1996 (valore rettificato da $530 miliardi) a $1 136 miliardi. I margini applicati ai mutuatari di prim'ordine hanno raggiunto livelli bassissimi, spronando le banche ad abbinare l'erogazione di prestiti all'offerta di servizi accessori e a focalizzarsi su operazioni più remunerative, come ristrutturazioni societarie. Le banche si sono inoltre volte verso le economie emergenti e in transizione, dove l'attività creditizia è stata sostenuta nella prima parte dell'anno da una forte domanda interna e dal finanziamento di progetti nonché, successivamente, dalla minore ricettività mostrata dai mercati mobiliari internazionali nei confronti dei soggetti meno quotati. La crisi asiatica ha comportato un inasprimento delle condizioni per tali mutuatari, che si è sostanziato in un ampliamento dei margini, in più stringenti requisiti di garanzia e nell'applicazione di clausole di salvaguardia. Infine, le banche hanno continuato ad ampliare la gamma delle proprie tecniche di gestione del rischio, mediante negoziazioni di prestiti sul mercato secondario, titolarizzazione di attività e derivati creditizi.

... e di transazioni interbancarie ...

Al tempo stesso, i flussi creditizi lordi intermediati dal mercato bancario internazionale sono balzati da $604 miliardi nel 1996 al massimo storico di $1 222 miliardi. Questa fortissima crescita è quasi interamente riconducibile alle operazioni interbancarie, sotto l'influsso congiunto di diversi fattori. In primo luogo, sebbene le banche si siano massicciamente ritirate dal mercato asiatico nel quarto trimestre, la necessità di finanziare o coprire le posizioni esistenti e di assorbire il brusco cambiamento nell'attitudine di investitori e mutuatari ha

Aspetti principali dell'attività bancaria internazionale[1]

Impieghi e raccolta del credito bancario internazionale	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Consistenze a fine 1997
	in miliardi di dollari USA						
A = Attività verso paesi esterni all'area dichiarante	66,0	11,6	36,6	120,8	141,4	94,9	1 197,7
B = Attività verso paesi interni all'area dichiarante	80,4	251,4	228,3	506,5	446,2	1 115,7	8 935,0
1) Attività verso soggetti non bancari	*90,0*	*122,7*	*– 49,3*	*189,5*	*302,2*	*262,9*	*2 778,6*
2) Finanziamento internazionale di impieghi interni	*9,8*	*13,3*	*192,5*	*2,9*	*– 40,1*	*131,0*	*1 058,7*
3) Rideposiți interbancari	*– 19,4*	*115,5*	*85,1*	*314,1*	*184,1*	*721,8*	*5 097,7*
C = Partite non classificate	– 0,8	52,5	10,1	16,8	16,4	11,2	250,0
D = A + B + C = Credito bancario internazionale lordo	145,6	315,5	275,1	644,1	604,1	1 221,8	10 382,7
E = D – B *3)* = Credito bancario internazionale netto	165,0	200,0	190,0	330,0	420,0	500,0	5 285,0
A = Passività verso paesi esterni all'area dichiarante	13,2	– 14,8	74,6	96,4	101,8	75,7	1 043,1
B = Passività verso paesi interni all'area dichiarante	91,2	112,5	539,2	338,5	325,0	969,8	8 130,5
1) Passività verso soggetti non bancari	*104,4*	*86,2*	*132,8*	*116,7*	*225,7*	*223,7*	*1 959,6*
2) Finanziamento interno di impieghi internazionali	*40,7*	*85,6*	*– 64,4*	*18,9*	*– 31,7*	– 5,8	*1 292,2*
3) Rideposiți interbancari	*– 53,9*	*– 59,3*	*470,9*	*202,9*	*131,0*	*751,9*	*4 878,7*
C = Partite non classificate	6,7	43,0	47,1	98,0	124,1	206,4	990,1
D = A + B + C = Indebitamento bancario internazionale lordo	111,1	140,7	660,9	532,9	551,0	1 251,9	10 163,7
Per memoria: prestiti consorziali[2]	*194,1*	*279,4*	*477,1*	*697,7*	*900,9*	*1 136,3*	

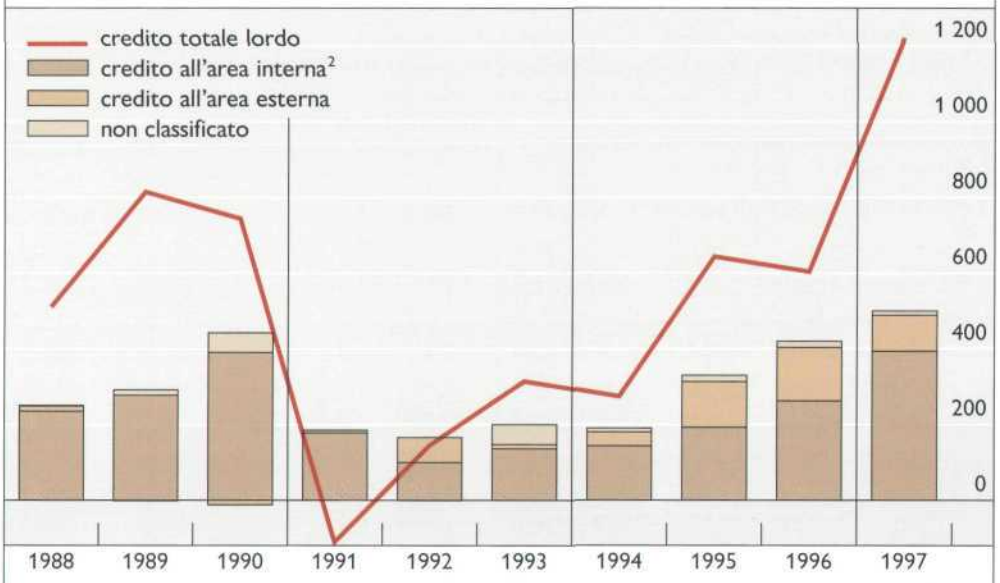
[1] Variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio. [2] Nuovi prestiti annunciati.

Fonti: Euromoney; BRI. Tabella VIII.2

comportato una sostanziale ridistribuzione della liquidità a livello mondiale. In secondo luogo, le difficoltà di finanziamento incontrate dalle banche giapponesi, in particolare verso la fine dell'anno, hanno richiesto che le case madri incanalassero un ingente volume di nuovi fondi verso le succursali estere. In terzo luogo, il processo di consolidamento in atto all'interno del settore, segnatamente fra i gruppi bancari europei, potrebbe aver accresciuto temporaneamente le esigenze di finanziamento. Infine, il più ampio ricorso ai prestiti collateralizzati ha aperto il mercato interbancario a un maggior novero di partecipanti. In contrasto con l'esuberanza dell'attività sul mercato interbancario, vi è stata una moderazione dei finanziamenti diretti ai soggetti non bancari rispetto al livello record raggiunto nel 1996, forse in conseguenza di una contrazione delle transazioni finanziate con capitale di prestito.

Credito bancario internazionale totale[1]

In miliardi di dollari USA



[1] Variazioni nelle consistenze delle attività sull'estero e delle attività sull'interno in valuta estera delle banche, al netto degli effetti di cambio. [2] Al netto dei ridepositi interbancari.

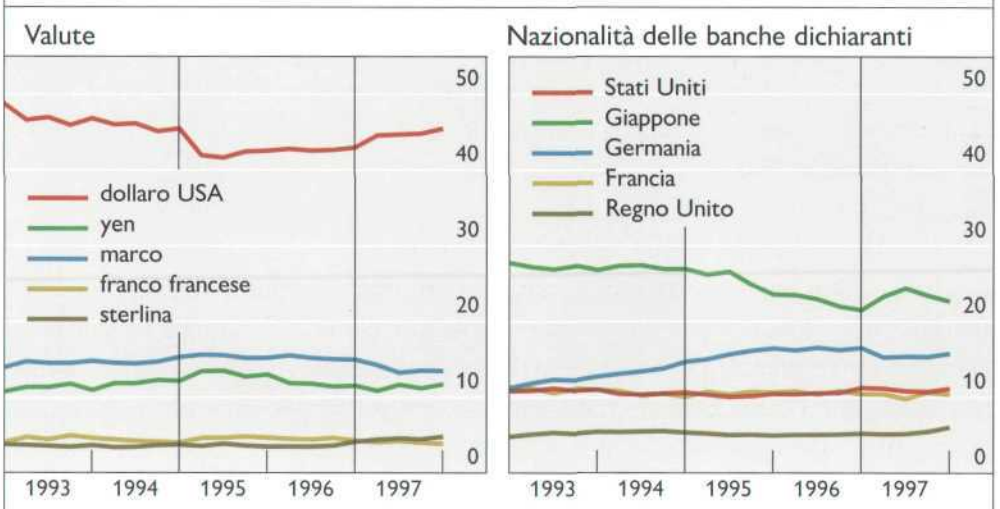
Fonte: BRI. Grafico VIII.2

Operazioni con i paesi all'interno dell'area dichiarante

Fra i centri dichiaranti, gli Stati Uniti e il Regno Unito sono quelli che hanno maggiormente beneficiato della ridistribuzione dell'attività interbancaria lo scorso anno. Un ampio volume di fondi interbancari è stato inoltre convogliato verso i centri caraibici, dove sono situati molti hedge funds e altre società di investimento. In aggiunta, le banche hanno accresciuto le acquisizioni di titoli di

Struttura per valute e nazionalità del credito bancario internazionale*

Quote percentuali, a fine trimestre



* Attività sull'estero e attività sull'interno in valuta estera delle banche situate nei paesi industriali dichiaranti.

Fonte: BRI. Grafico VIII.3

Attività esterne delle banche verso i paesi al di fuori dell'area dichiarante*

Gruppi di paesi e paesi	1995	1996	1997					Consistenze a fine 1997
	Anno	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
	in miliardi di dollari USA							
Totale area esterna	120,8	141,4	94,9	41,6	31,0	25,1	– 2,8	1 197,7
Paesi sviluppati	24,6	22,8	24,8	4,1	8,8	7,9	4,1	211,5
Europa orientale	3,3	10,8	18,3	4,3	3,2	8,2	2,4	105,2
Paesi in via di sviluppo	93,0	107,9	51,8	33,2	19,0	9,1	– 9,4	880,9
America latina	16,4	28,5	33,1	7,4	3,7	11,1	11,0	304,4
Argentina	*1,9*	*5,4*	*7,0*	*1,0*	*0,1*	*2,8*	*3,1*	*46,3*
Brasile	*12,0*	*16,7*	*11,5*	*3,2*	*2,7*	*4,8*	*0,8*	*101,2*
Messico	*– 4,2*	*0,1*	*1,7*	*0,8*	*– 0,2*	*– 1,3*	*2,4*	*73,9*
Medio Oriente	– 7,5	– 0,1	10,0	3,6	– 0,6	0,3	6,7	80,1
Africa	– 2,2	– 0,4	2,6	0,8	0,9	0,7	0,2	50,7
Asia	86,3	79,8	6,1	21,4	15,0	– 3,0	– 27,3	445,8
Corea	*22,5*	*26,6*	*– 4,2*	*4,3*	*4,0*	*– 2,2*	*– 10,2*	*104,1*
Indonesia	*6,9*	*9,4*	*5,6*	*1,8*	*2,8*	*3,2*	*– 2,2*	*62,7*
Thailandia	*38,8*	*9,5*	*– 17,5*	*0,5*	*– 0,3*	*– 10,5*	*– 7,3*	*79,6*

* Variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio.

Fonte: BRI. Tabella VIII.3

debito, impiegando titoli governativi denominati nelle principali valute di negoziazione come garanzia per raccogliere fondi in contante e acquistare strumenti a elevato rendimento. Il brusco mutamento di segno registrato nelle disponibilità delle banche di titoli emessi da residenti dei centri offshore o dei mercati emergenti nel quarto trimestre, da un incremento di circa $30 miliardi nei primi nove mesi a un calo di $9 miliardi, sembra indicare un ingente volume di negoziazioni in proprio. Escludendo l'attività in titoli, il credito diretto al settore non bancario all'interno dell'area dichiarante ha mostrato un certo rallentamento rispetto al livello record del 1996, in particolare nel quarto trimestre. La fuga verso la qualità seguita al propagarsi delle turbolenze asiatiche pare avere temporaneamente indebolito l'entusiasmo per le strategie di investimento a elevato grado di leva.

... ma leggera riduzione della raccolta da parte dei soggetti non bancari ...

Operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante

La contrazione dei flussi bancari verso le economie emergenti dell'Asia nel 1997 (da $80 miliardi nel 1996 a $6 miliardi) dà un'immagine solo parziale del capovolgimento di tendenza intervenuto nel corso dell'anno. I dati trimestrali BRI mostrano che i flussi bancari sono stati sostenuti fino allo scoppio della crisi. I flussi verso la Thailandia hanno iniziato a cambiare direzione nel secondo trimestre 1997, e nel caso della Corea la riconsiderazione delle esposizioni è divenuta palese solo nel terzo trimestre. Il ritiro di fondi si è trasformato nel quarto trimestre in una vera e propria fuga di capitali dalla maggior parte dei paesi asiatici, tradottasi in un calo di $27 miliardi nelle attività in essere verso la

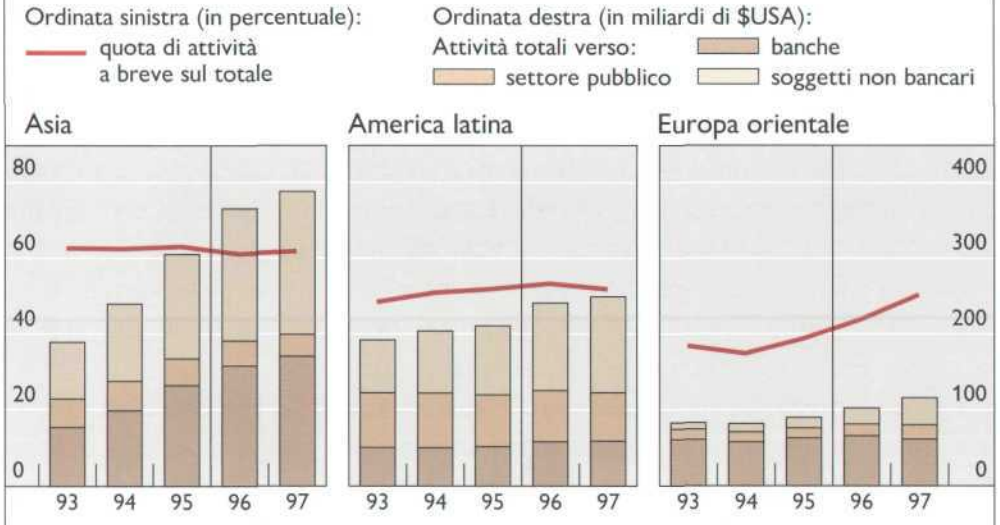
... e repentino disimpegno delle banche dall'Asia

regione. Va detto peraltro che l'eccessiva dipendenza dal finanziamento bancario a breve termine era stata evidenziata ben in anticipo rispetto al primo importante attacco contro il baht, nel febbraio 1997. Le stesse autorità nazionali avevano tentato senza successo di arginare tali afflussi. Sembra tuttavia che l'abbondante liquidità globale, unitamente alla serrata concorrenza fra un numero crescente di prestatori nei confronti di una regione considerata in rapida espansione e altamente remunerativa, abbia fatto dimenticare agli operatori di mercato la debolezza dell'infrastruttura finanziaria e il deterioramento delle grandezze economiche fondamentali. Un aspetto notevole in questo processo è stato il forte incremento nell'esposizione delle banche europee verso la regione asiatica negli ultimi anni, in risposta ai bassi rendimenti ottenibili nei mercati tradizionali e alle limitate opportunità di espansione in Nord America. Tale euforia nella concessione di crediti ha acuito la violenza del capovolgimento.

Il contagio in altre aree è limitato

In America latina le riforme strutturali tuttora in atto e un certo inasprimento delle condizioni monetarie hanno avuto successo nell'arginare il contagio durante il quarto trimestre. In effetti, quasi un terzo del finanziamento accordato dalle banche dichiaranti alla regione lo scorso anno è stato registrato in questo periodo. La principale eccezione è rappresentata dal Brasile, dove gli afflussi bancari sono caduti da una media di $3,6 miliardi nei primi tre trimestri a $0,8 miliardi nel quarto. Sebbene il Brasile sia stato uno dei paesi più colpiti dalla crisi al di fuori della regione asiatica, la risolutezza delle politiche ha contribuito non poco a ripristinare rapidamente la fiducia del mercato (Capitolo III). Nel contempo, il rallentamento dei prestiti all'Europa orientale sul finire del 1997 non ha impedito che il credito erogato a questa regione raggiungesse un volume record per l'insieme dell'anno ($18 miliardi). Nel quarto trimestre l'impatto della crisi asiatica su tale area non è stato uniforme. Mentre la Repubblica Ceca e l'Ungheria hanno ricevuto ulteriori ingenti fondi bancari, l'inasprimento dei tassi

Finanziamento bancario internazionale a determinate regioni*

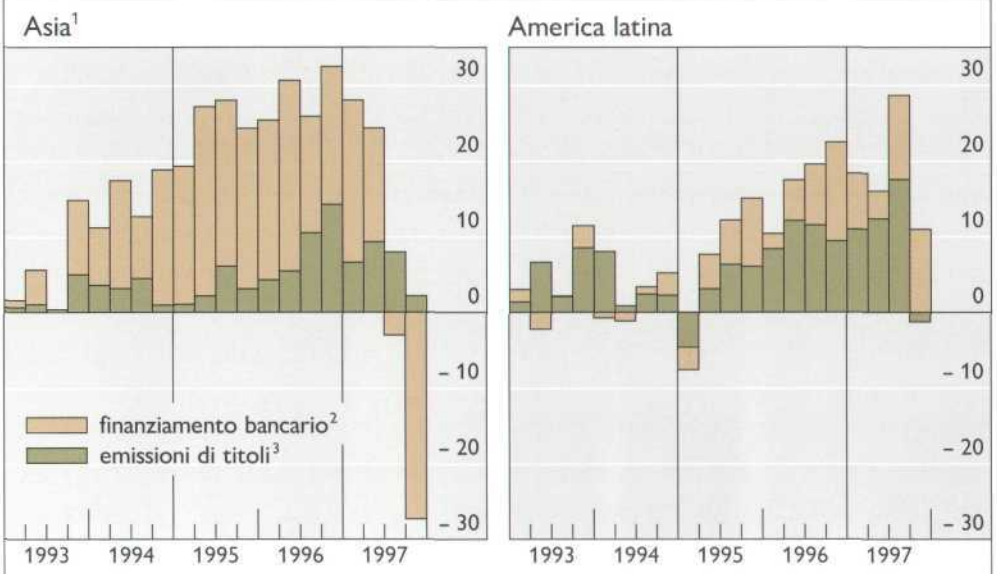


* Consistenze in essere a fine anno. Per il 1997, dati di fine giugno comprendenti rilevanti discontinuità nelle serie statistiche che influiscono, fra l'altro, sulla distribuzione per scadenze delle attività.

Fonte: BRI. Grafico VIII.4

Finanziamento internazionale bancario e mobiliare in Asia e America latina

In miliardi di dollari USA



[1] Esclusi Giappone, Hong Kong e Singapore. [2] Variazioni depurate dagli effetti di cambio nelle posizioni creditorie delle banche dichiaranti alla BRI verso i paesi dell'Asia e dell'America latina. [3] Emissioni internazionali nette di strumenti del mercato monetario, obbligazioni e notes.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Euroclear; Euromoney; IFR; ISMA; statistiche nazionali; BRI.

Grafico VIII.5

d'interesse non è riuscito a preservare i flussi verso la Polonia e la Repubblica Slovacca. Nel caso della Russia, la perdita di slancio degli afflussi (da una media di $4,2 miliardi nei due trimestri precedenti a $0,9 miliardi) va ricondotta ad alcuni rimborsi di crediti interbancari, forse in seguito al riscadenzamento del debito concordato in ottobre. Il ritiro degli investitori non residenti dal mercato dei titoli di Stato russi sulla scia della crisi asiatica è stato più che compensato dalle nuove linee di credito accordate al settore pubblico.

Possibili insegnamenti tratti dalla crisi

Gli avvenimenti del 1997 inducono a porsi alcuni interrogativi sugli insegnamenti tratti dagli operatori di mercato. È senz'altro probabile che tali sviluppi abbiano determinato mutamenti nelle pratiche di gestione del rischio e indotto a riconsiderare l'eccessiva aderenza alle graduazioni del merito creditizio nella fissazione delle condizioni di prezzo applicabili ai crediti. Inoltre essi sembrano aver reso gli operatori consapevoli del fatto che, data la crescente complessità delle interconnessioni finanziarie, le iniziative ufficiali tese a preservare la stabilità sistemica non dovrebbero schermare creditori e debitori dalle conseguenze negative di scelte errate di investimento e di politica economica. Ciò nonostante, il nuovo declino dei premi di rischio per i mutuatari non asiatici nel 1998, malgrado l'assenza di significativi miglioramenti negli indicatori finanziari esterni e la persistente incertezza riguardo alle effettive conseguenze della crisi asiatica, lascia intravedere un ritorno a condizioni creditizie lasche. Come minimo, vi è da sperare che non venga meno l'attuale impegno delle autorità dei paesi mutuatari a più rigorose politiche macroeconomiche e alla ristrutturazione dei mercati finanziari, e che non si attenuino gli sforzi compiuti dagli intermediari per migliorare i sistemi e le strategie di gestione del rischio di credito.

I mercati mobiliari internazionali

L'impatto delle perturbazioni di mercato è compensato da forti impulsi espansivi ...

... come la ricerca di elevati rendimenti ...

Malgrado il volume record di nuovi titoli di debito internazionali annunciati nel 1997, a causa del netto incremento delle operazioni di rimborso la crescita delle emissioni nette è significativamente rallentata. Ciò nonostante, essa ha continuato a essere molto più elevata di quella dei mercati mobiliari nazionali. L'ampio volume di emissioni, così come la loro crescente varietà, mostra che i fattori espansivi sono stati sufficientemente potenti da compensare l'impatto delle ricorrenti perturbazioni di mercato. La ricerca di più elevati rendimenti è rimasta una delle forze propulsive che ha attirato sul mercato nuove categorie di investitori e di emittenti. La tolleranza al rischio si è manifestata nella favorevole accoglienza riservata a mutuatari sovrani presenti per la prima volta sul mercato e nella gamma sempre più vasta di monete di emissione. Gli investitori hanno inoltre mostrato una maggiore propensione ad accettare strumenti ad alto rendimento che incorporano caratteristiche quali lo status di debito postergato,

Aspetti principali delle emissioni internazionali di titoli[1]

Strumento, paese di residenza, valuta e categoria di emittenti	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Consistenze a fine 1997
	in miliardi di dollari USA						
Totale emissioni nette	149,9	189,0	256,5	268,2	543,4	595,9	3 542,2
Strumenti del mercato monetario[2]	12,1	– 6,3	3,3	17,4	41,1	19,8	183,8
Obbligazioni e notes[2]	137,9	195,2	253,3	250,9	502,3	576,0	3 358,3
Paesi sviluppati	114,0	123,0	184,7	198,7	363,3	394,1	2 604,4
Europa[3]	*92,6*	*137,9*	*151,9*	*148,2*	*212,0*	*223,7*	*1 531,5*
Giappone	*– 3,4*	*– 45,8*	*– 27,7*	*– 29,4*	*– 17,6*	*– 32,7*	*156,5*
Stati Uniti	*16,9*	*10,2*	*37,2*	*62,2*	*144,9*	*185,4*	*614,2*
Canada	*10,5*	*19,0*	*16,8*	*9,1*	*9,8*	*9,1*	*187,9*
Centri offshore	0,0	5,2	35,3	33,8	74,6	91,6	323,7
Altri paesi	12,7	24,7	27,9	24,0	80,4	79,7	297,8
Istituzioni internazionali	23,1	36,1	8,6	11,7	25,0	30,4	316,4
Dollaro USA	58,1	28,9	67,3	70,2	262,8	336,5	1 569,3
Valute UE	84,1	111,2	96,8	98,0	175,3	199,0	1 191,8
Yen	9,1	29,3	87,5	83,6	85,1	34,2	462,0
Altre valute	– 1,4	19,6	4,9	16,4	20,2	26,2	319,1
Istituzioni finanziarie[4]	42,9	51,8	138,5	170,7	351,0	368,2	1 605,5
Settore pubblico[5]	82,7	130,8	103,3	74,0	121,4	101,8	1 067,0
Imprese private	24,4	6,5	14,7	23,6	71,0	125,9	869,7
Per memoria:							
obbligazioni internazionali su base singola	109,5	116,8	116,3	75,8	278,3	292,8	2 469,0
obbligazioni emesse nel quadro di programmi EMTN	11,0	38,4	86,9	104,4	195,9	215,8	604,9

[1] Per le obbligazioni internazionali, dati di flusso; per gli strumenti del mercato monetario e le notes, variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio. [2] Escluse le notes emesse da non residenti sul mercato interno. [3] Esclusa l'Europa orientale. [4] Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie. [5] Governi, enti pubblici e istituzioni internazionali.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Euroclear; Euromoney; IFR; ISMA; BRI. Tabella VIII.4

un flusso di pagamenti collegato a derivati o complessi meccanismi di titolarizzazione.

La resilienza dell'attività finanziaria internazionale è altresì riconducibile a mutamenti di più lungo periodo intervenuti dal lato della raccolta. In primo luogo, la liberalizzazione finanziaria attuata nelle principali economie ha incoraggiato i mutuatari a ridurre i costi attingendo a nuove fonti di domanda di investimento. In secondo luogo, la ristrutturazione nei settori finanziario e industriale si è accompagnata a schemi sempre più ampi e complessi i cui requisiti tecnici di norma possono essere soddisfatti più agevolmente sui mercati internazionali. In terzo luogo, l'innovazione ha facilitato l'accesso al mercato consentendo agli intermediari di disaggregare e ricomporre i rischi sottostanti, come mostra la rapida crescita di titoli garantiti da attività o indicizzati al rating creditizio degli emittenti ("credit-linked notes"). In quarto luogo, l'allontanamento degli investitori dai tradizionali strumenti di risparmio ha alimentato il ricorso al mercato da parte degli intermediari, mentre il miglioramento dell'affidabilità creditizia di talune banche nordamericane ed europee ha agevolato il collocamento delle loro emissioni. In quinto luogo, la graduale integrazione dei mercati emergenti e in transizione nell'economia globale ha fatto sì che i prenditori di questi paesi contribuissero a una quota crescente dell'attività finanziaria internazionale. Infine, la progettata introduzione dell'euro ha agito da catalizzatore per i finanziamenti e gli investimenti transnazionali in Europa.

... la ristrutturazione finanziaria ...

... l'innovazione di mercato ...

... e l'avvento dell'euro

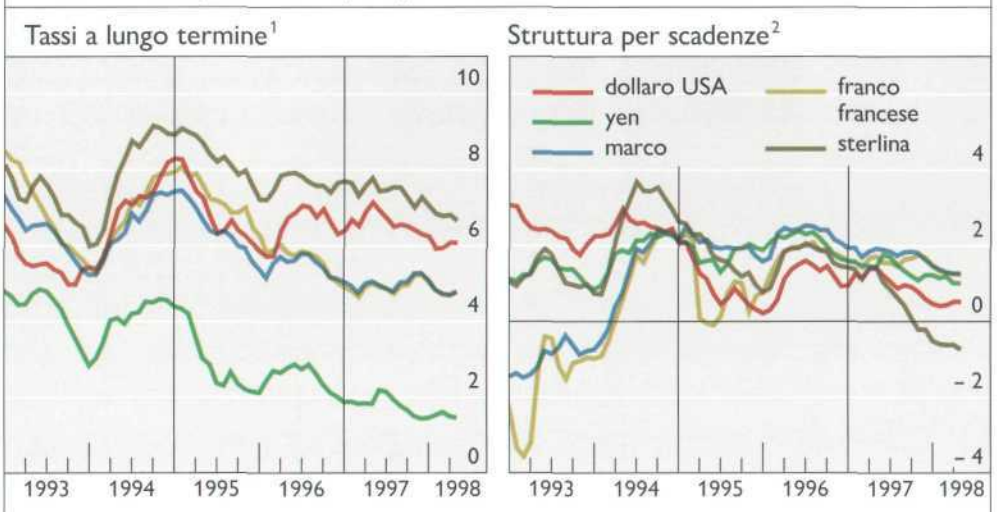
Tipologia e paese di residenza degli emittenti

Le istituzioni finanziarie hanno contribuito per circa due terzi alla crescita delle emissioni di titoli internazionali nel 1997, a dimostrazione dell'importante ruolo svolto dai capitali internazionali nella gestione dinamica di attività e passività. Mentre le banche europee hanno spesso fatto ricorso a emissioni subordinate

Ruolo predominante delle istituzioni finanziarie

Tassi d'interesse internazionali

Medie mensili, in percentuale e punti percentuali



[1] Rendimenti in ragione annua su swaps di tasso d'interesse a cinque anni. [2] Tassi a cinque anni meno tassi d'interesse a tre mesi sull'euromercato.

Fonti: DRI; BRI. Grafico VIII.6

per capitalizzare i propri portafogli di negoziazione o per finanziare acquisizioni, molte istituzioni con sede negli Stati Uniti hanno sfruttato le discrepanze esistenti nel trattamento prudenziale e fiscale riservato a questa tipologia di debito. L'emissione di titoli garantiti da attività per il tramite di strutture ad hoc ha contribuito in misura notevole all'attività delle istituzioni finanziarie. Al tempo stesso, il consolidamento delle finanze pubbliche ha agito da freno sulle emissioni sovrane nei paesi industriali lasciando spazio a nuovi partecipanti, inclusi enti di recente privatizzazione, agenzie di finanziamento semi-pubbliche e autorità locali. Il finanziamento posto in essere dal settore societario è rimasto invece più elevato rispetto ai primi anni del decennio.

Ingenti emissioni di prenditori statunitensi e dei mercati emergenti

Un'analisi dei mutuatari in base alla nazionalità mostra che i residenti degli Stati Uniti hanno continuato a rivolgersi al mercato internazionale, proseguendo in tal modo una tendenza emersa nel 1995 e concorrendo per il 30% all'incremento dello stock di emissioni. Nonostante la crisi asiatica, le emissioni lorde dell'Europa orientale e dell'America latina hanno superato il livello record del 1996. Gli emittenti sovrani, in particolare dell'America latina, hanno effettuato numerose operazioni di rifinanziamento volte ad allungare la scadenza del proprio debito esterno. Argentina, Brasile, Panama e Venezuela hanno collocato sul mercato grandi emissioni di obbligazioni globali non garantite a trent'anni in parziale sostituzione dei propri titoli Brady in essere. Oltre che a ridurre i costi di finanziamento, queste transazioni erano intese a creare emissioni di riferimento a lungo termine per agevolare l'accesso al mercato da parte del settore privato. Esse sono altresì indicative di un miglioramento nell'affidabilità creditizia di tali paesi, solo brevemente interrotto dalla crisi asiatica.

Tipi di strumenti

L'importanza attribuita alla liquidità ...

L'espansione degli *strumenti del mercato monetario* (euro-commercial paper – ECP – e altre euronotes a breve termine) è rallentata nel 1997. La repentina riconsiderazione dei rischi di liquidità e di credito operata dagli investitori sulla scia della crisi asiatica ha determinato la cessazione delle emissioni nette nel quarto trimestre. Ciò ha acuito il contrasto con il mercato della carta commerciale USA, la cui crescita è proseguita a ritmo sostenuto. Le disparità nelle condizioni economiche di fondo fra Europa e Stati Uniti, così come la maggiore frammentarietà e le minori dimensioni dei fondi di investimento del mercato monetario europeo, hanno continuato a ostacolare l'espansione del segmento dell'ECP. Tuttavia, è probabile che il procedere della liberalizzazione e le prospettive di un mercato paneuropeo della carta commerciale accrescano la competitività di tale strumento.

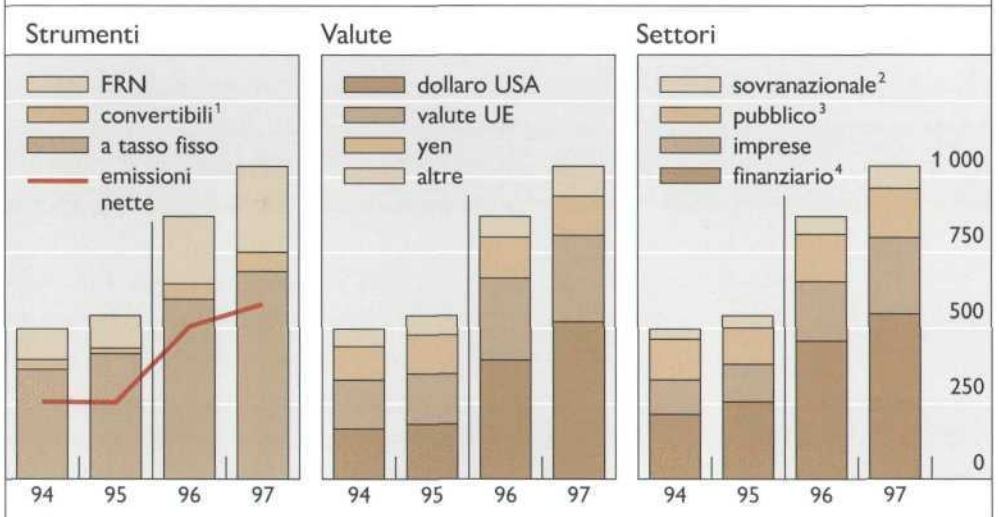
... ostacola la crescita del mercato ECP

Nel segmento a più lungo termine dei mercati mobiliari internazionali, ai *titoli a tasso fisso* è nuovamente attribuibile la maggior parte delle emissioni lorde. Nonostante il lancio di alcuni ingenti finanziamenti obbligazionari, riconducibili a prenditori dei mercati emergenti e a strutture di titolarizzazione, il crescente ricorso a emissioni di più piccole dimensioni nel quadro di programmi euro-medium-term notes (EMTN) ha fatto diminuire l'ammontare medio delle transazioni. Nella loro ricerca di più elevati rendimenti, gli investitori hanno privilegiato l'acquisizione di titoli a più lungo termine (comprese alcune emissioni Yankee a 100 anni), riportando la scadenza media alla lunghezza quasi record del 1993.

Ricerca di più elevati rendimenti ...

Aspetti principali del mercato internazionale di obbligazioni e notes

Emissioni annunciate, in miliardi di dollari USA



[1] Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario. [2] Istituzioni internazionali. [3] Governi ed enti pubblici. [4] Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Euroclear; Euromoney; IFR; ISMA; BRI. Grafico VIII.7

Benché il comparto a reddito fisso abbia continuato a svolgere un ruolo cruciale nell'ampliamento dell'accesso al mercato, i collocamenti annunciati di obbligazioni a tasso variabile (*floating rate notes – FRN*) hanno raggiunto un massimo storico. La domanda di investimento per questi titoli a carattere difensivo è stata stimolata dalle previsioni di un incremento dei tassi d'interesse nei principali segmenti valutari e dalla forte posizione di liquidità degli intermediari finanziari. Al tempo stesso, gli investitori hanno mostrato un rinnovato interesse per le *emissioni collegate ad azioni*, giacché l'incertezza circa la solidità delle economie asiatiche è stata più che compensata dal favorevole clima prevalso sui mercati azionari in Nord America e in Europa. In Giappone le banche hanno lanciato alcune grandi emissioni convertibili al fine di consolidare la propria struttura patrimoniale, mentre le imprese industriali giapponesi, che fino ai primi anni novanta erano state le principali utilizzatrici di questo canale di raccolta, non costituiscono più un fattore propulsivo in questo settore del mercato.

... ma forte domanda di strumenti difensivi

Per quanto concerne in particolare l'area dei *titoli garantiti da ipoteche e da altre attività*, nel primo scorcio dell'anno l'erogazione di nuovi prestiti ipotecari è stata rallentata dall'aumento dei tassi d'interesse statunitensi e britannici, ma successivamente vi è stata una netta ripresa dell'attività con numerose ingenti emissioni di "collateralised loan obligations" (CLO). Il modello CLO è stato introdotto negli Stati Uniti sul finire degli anni ottanta e sta incontrando crescente favore sul mercato internazionale. Sebbene nel passato le CLO siano state strutturate sulla base di portafogli di prestiti societari ad alto rendimento, col tempo gli intermediari sono divenuti più intraprendenti, come dimostra la negoziazione di notes indicizzate al merito di credito degli emittenti. Vi sono inoltre indicazioni che il mercato internazionale dei titoli garantiti da attività si sta espandendo al di là delle ristrutturazioni dei bilanci bancari o societari, fino

La crescente popolarità dei titoli garantiti da attività ...

a comprendere il finanziamento di crediti al consumo o di prestiti ipotecari. Ciò è illustrato dall'allestimento di nuovi programmi per la titolarizzazione di carte di credito e dalla crescente internazionalizzazione del mercato dei "Pfandbriefe". Il favore incontrato di recente dai titoli in questione è dovuto a una serie di fattori. Dal lato degli investitori, vi è la ricerca di nuove fonti di attività a più elevato rendimento in un contesto di maggiore conoscenza delle strutture complesse. Dal lato degli emittenti, un elemento importante è stato il desiderio delle banche di liberare il patrimonio di vigilanza vincolato a fronte di prestiti alle imprese a basso margine. Inoltre, l'esigenza per le banche europee di migliorare la propria competitività in vista della UEM le ha indotte a prestare maggiore attenzione a un'efficiente gestione dei bilanci. L'attività di emissione continua tuttavia a essere ostacolata dalla frammentazione dei mercati sottostanti e, in taluni paesi, da un'inadeguata infrastruttura legale e regolamentativa.

... rispecchia una più dinamica gestione dei bilanci

Composizione per valute

La domanda di investimenti nel segmento del dollaro USA ha beneficiato per tutto il 1997 di favorevoli differenziali d'interesse e, nella prima metà dell'anno, delle incertezze connesse alla UEM. L'aggravarsi della crisi asiatica e la forza dell'economia degli Stati Uniti hanno contribuito successivamente a rafforzare lo status di moneta rifugio della divisa statunitense. L'attività nelle principali valute europee è stata in genere modesta. Per contro, le emissioni in monete a più elevato rendimento (come la sterlina e la lira italiana) sono cresciute in misura significativa, poiché i mutuatari dei mercati emergenti hanno diversificato i canali di raccolta in loro favore. Le obbligazioni in yen hanno registrato un calo inferiore a quello suggerito da segnalazioni di mercato di una contrazione della domanda per le attività denominate in questa valuta. Una sostenuta domanda di emissioni in euroyen (in particolare di EMTN) ha parzialmente compensato il ridotto interesse degli investitori al dettaglio giapponesi per le obbligazioni a duplice denominazione, riconducibile alle oscillazioni nel tasso di cambio dollaro/yen. In aggiunta, il mercato Samurai ha tratto beneficio dall'impatto positivo delle misure di deregolamentazione sui collocamenti da parte di soggetti meno quotati e di banche commerciali non residenti. Infine, i mutuatari hanno sfruttato la forte domanda degli investitori di attività denominate in rand per lanciare un volume senza precedenti di emissioni in questa moneta.

Il segmento del dollaro USA beneficia del suo status di valuta rifugio

Impatto della crisi asiatica

La crisi asiatica ...

L'aggravarsi dei problemi finanziari in Asia ha avuto un notevole impatto sull'attività nel quarto trimestre. Pertanto, gli spreads sui "benchmarks" a reddito fisso nei mercati emergenti hanno bruscamente invertito la precedente tendenza al ribasso, salendo alla fine di ottobre a livelli non più osservati dai tempi della crisi messicana, agli inizi del 1995 (Capitolo VII). Sullo sfondo di tale accresciuta incertezza, le emissioni dei paesi in via di sviluppo e di altri soggetti con più basso rating creditizio si sono praticamente esaurite, a causa di uno spostamento in favore di prenditori di prim'ordine sovrani o sovranazionali. Successivamente, l'avversione degli investitori al rischio di mercato si è tradotta in un accorciamento delle scadenze per le obbligazioni di qualità inferiore e in una certa migrazione verso il comparto delle notes a tasso variabile. In aggiunta, la rinnovata

... fa ristagnare le emissioni di soggetti meno quotati ...

consapevolezza del rischio di credito ha accresciuto l'interesse per strutture che collegano il pagamento delle cedole o i rimborsi all'evoluzione del merito creditizio degli emittenti. Tuttavia, la percezione di un orientamento accomodante della politica monetaria nelle maggiori economie ha determinato un pronto recupero dei mercati a reddito fisso e azionari nel mondo industriale (con l'eccezione del Giappone). I premi di rischio sul debito dei paesi dell'America latina e dell'Europa orientale sono rapidamente ridiscesi dai precedenti massimi, il contagio alle loro valute è stato modesto e il processo di convergenza finanziaria in Europa non è stato sostanzialmente intaccato. Agli inizi del 1998, i mutuatari dei mercati emergenti non asiatici avevano riguadagnato l'accesso al mercato internazionale dei capitali.

... sebbene il contagio sia contenuto

Influsso della UEM

L'imminente introduzione della moneta unica europea ha riacceso l'interesse per il mercato dell'ecu, con numerose emissioni obbligazionarie recanti clausole esplicite per la ridenominazione dei titoli all'avvio della UEM. Tali obbligazioni sono state emesse specificatamente in ecu/euro ovvero in valute europee distinte, con cedole e scadenze analoghe, e saranno consolidate dopo la conversione in grandi emissioni fungibili nazionali o internazionali. Inizialmente limitate ai soggetti europei, esse sono entrate a far parte delle strategie di finanziamento di una più ampia gamma di emittenti intese a stabilire parametri di prezzo sul mercato europeo in vista dell'introduzione dell'euro. Questi strumenti, che hanno impartito uno stimolo addizionale alla convergenza dei tassi d'interesse dei principali paesi europei, precorrono la creazione di un mercato obbligazionario in euro pienamente sviluppato. I mutuatari sovranazionali e gli enti pubblici hanno tentato di uniformare le loro tecniche di emissione a quelle dei governi europei introducendo "benchmarks" di elevato ammontare, regolari calendari di emissione e facilitazioni per operazioni PcT. Inoltre, alcuni paesi europei minori hanno preso iniziative tese ad ampliare la propria base di investimento. Ad esempio, il Belgio ha lanciato un'emissione multi-tranche "domestica" a dieci anni in franchi belgi, franchi francesi e marchi tedeschi, che sarà convertibile in euro. Il crescente ricorso alle emissioni eurofungibili, tuttavia, potrebbe indirettamente ridurre la liquidità di altri collocamenti obbligazionari europei.

L'euro agisce da catalizzatore per l'innovazione ...

... con emissioni fungibili ...

Di fronte alla progressiva limitazione delle opportunità di profitto basate sulla convergenza dei tassi d'interesse europei, gli investitori si sono resi conto in misura crescente che il rischio di credito avrebbe sostituito il rischio valutario come strumento primario per ottenere risultati reddituali superiori alla media. Pertanto, nel corso dell'anno è emerso un mercato europeo per obbligazioni a elevato rendimento ("junk bonds"). Questi titoli offrono ai mutuatari una serie di vantaggi rispetto ai prestiti bancari, quali il rimborso integrale alla scadenza, che elimina le pressioni finanziarie connesse all'ammortamento graduale, e clausole contrattuali meno restrittive. È probabile che le iniziative prese dagli investitori europei per incrementare i propri rendimenti incoraggino ulteriormente l'impiego di titoli emessi da società con rating più basso che avevano finora fatto ricorso al finanziamento bancario. L'accresciuta presenza di emittenti con minore merito sull'euromercato, tradizionale appannaggio di mutuatari di elevata qualità creditizia, porrà verosimilmente nuove sfide agli investitori.

... e l'introduzione di strumenti a elevato rendimento

I mercati derivati globali

Clima propizio per gli strumenti derivati ...

Nel 1997 il mutare delle aspettative a riguardo della UEM, la rinnovata volatilità dei cambi e gli alti livelli raggiunti dai principali indici azionari hanno favorito l'attività in strumenti derivati. Inoltre, rivelando che alcuni intermediari e utilizzatori finali non avevano adeguatamente coperto le proprie posizioni, la crisi asiatica ha indotto a riconsiderare le strategie di gestione del rischio. In tale contesto, vi è stata una ripresa degli scambi nelle borse e un'ulteriore rapida espansione delle contrattazioni fuori borsa (OTC). Il crescente affinamento delle strategie di mutuatari e investitori, i progressi compiuti nell'area della tecnologia informatica e la futura introduzione della moneta unica europea hanno accentuato le pressioni per una fondamentale ristrutturazione del settore. In particolare, l'esigenza per i mercati organizzati di ridurre i costi operativi ha suscitato un forte interesse per i sistemi di contrattazione telematica, determinando una riconsiderazione dei vantaggi relativi della negoziazione alle grida e dei collegamenti basati su questa modalità di contrattazione. Le borse hanno altresì continuato a subire la concorrenza dei mercati OTC, alimentata dalla crescente standardizzazione di regole e procedure di questi ultimi, ma anche dalla loro maggiore flessibilità nel rispondere alle richieste del mercato. Infine, la comparsa di nuovi operatori, come i fornitori di servizi elettronici di informazione, ha aggiunto una nuova dimensione alla concorrenza.

... ma intense pressioni per la ristrutturazione del settore

Strumenti negoziati in borsa

Le borse beneficiano della domanda di prodotti azionari ...

Dopo due anni consecutivi di declino, il volume dei contratti negoziati in borsa è tornato a crescere (dell'11%, portandosi a $357 trilioni). Ancora una volta i prodotti di tasso d'interesse sono stati di gran lunga i più attivamente trattati in termini di valore, ma l'espansione più rapida si è registrata nei contratti su indici azionari. Le persistenti aspettative di un inasprimento delle condizioni monetarie negli Stati Uniti, la continua incertezza a riguardo della UEM e la crisi asiatica hanno occasionalmente provocato bruschi aumenti delle transazioni collegate a tassi d'interesse. Nonostante un certo incremento della volatilità dei tassi d'interesse giapponesi, il loro basso livello in termini assoluti ha attenuato l'esigenza di strumenti di copertura denominati in yen. Nell'area dei contratti collegati ad azioni, episodi di debolezza sui mercati azionari nordamericani ed europei, così come il crescente interesse mostrato dagli investitori per i mercati borsistici in Europa e nelle economie emergenti, hanno rafforzato la domanda sottostante.

... con una preferenza per gli strumenti su singoli titoli

Le opzioni su singole azioni (non comprese nei dati riportati) hanno continuato a espandersi più rapidamente di quelle sugli indici, di riflesso agli elevati costi di negoziazione dei tradizionali contratti su indici azionari e alla sempre maggiore preferenza degli investitori istituzionali per strumenti che offrono un'esposizione più aderente alle loro specifiche esigenze. L'attività è risultata molto meno esuberante nel segmento dei contratti valutari, dove l'impatto dell'accresciuta volatilità delle principali coppie di valute è stato parzialmente compensato dalle ridotte negoziazioni sui tassi incrociati europei. Il fatto che le borse non siano riuscite a trarre vantaggio dalle turbolenze sui mercati valutari riflette le forti pressioni competitive esercitate dai mercati OTC in questo comparto.

Mercati di alcuni strumenti finanziari derivati

Strumenti	Ammontare nozionale in essere a fine anno					
	1992	1993	1994	1995	1996	1997[1]
	in miliardi di dollari USA					
Strumenti negoziati in borsa	4 634,5	7 771,2	8 862,9	9 188,6	9 879,6	12 207,3
Futures di tasso d'interesse	2 913,1	4 958,8	5 777,6	5 863,4	5 931,2	7 489,2
Opzioni di tasso d'interesse[2]	1 385,4	2 362,4	2 623,6	2 741,8	3 277,8	3 639,9
Futures su valute	26,5	34,7	40,1	38,3	50,3	51,9
Opzioni su valute[2]	71,1	75,6	55,6	43,5	46,5	33,2
Futures su indici azionari	79,8	110,0	127,7	172,4	195,9	216,6
Opzioni su indici azionari[2]	158,6	229,7	238,4	329,3	378,0	776,5
Strumenti negoziati fuori borsa[3]	5 345,7	8 474,6	11 303,2	17 712,6	25 453,1	*28 733,4*
Swaps di tasso d'interesse	3 850,8	6 177,3	8 815,6	12 810,7	19 170,9	*22 115,5*
Swaps di valuta[4]	860,4	899,6	914,8	1 197,4	1 559,6	*1 584,8*
Opzioni di tasso d'interesse[5]	634,5	1 397,6	1 572,8	3 704,5	4 722,6	*5 033,1*

[1] *Per i dati sugli strumenti negoziati fuori borsa, fine giugno 1997.* [2] *Calls e puts.* [3] *Solo dati rilevati dall'ISDA; le due* contropartite dei contratti tra membri ISDA sono notificate una sola volta. [4] Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate in entrambe le valute; compresi gli swaps combinati di tasso d'interesse e di valuta. [5] Caps, collars, floors e swaptions.

Fonti: Futures Industry Association; varie borse che trattano futures e opzioni; ISDA; elaborazioni BRI. Tabella VIII.5

Il LIFFE conquista la seconda posizione dopo il CBOT...

Mentre il CBOT ha continuato a essere la piazza più attiva a livello mondiale (in termini di numero dei contratti), il LIFFE ha tratto notevole beneficio dalla sua ampia gamma di prodotti europei a reddito fisso, rimpiazzando il CME nella seconda posizione. Nel contempo, la DTB ha segnato un nuovo record di scambi, che le ha permesso di consolidare il secondo posto fra le piazze finanziarie europee. Questa borsa, che già occupava una posizione dominante nel segmento degli strumenti su titoli di Stato tedeschi a medio termine, ha rapidamente eguagliato il LIFFE nelle contrattazioni dei futures sul Bund, contribuendo per il 41% al volume degli scambi nel 1997, rispetto al 29% nel 1996. Le negoziazioni presso la DTB sono state stimolate dall'introduzione con successo di nuovi prodotti, dall'installazione all'estero di ulteriori terminali per l'accesso remoto e dalla parziale abolizione degli obblighi di riserva per le operazioni PcT. Il lancio riuscito di un contratto future sui titoli di Stato francesi a cinque anni ha sostenuto l'attività presso il MATIF, che tuttavia continua a essere eclissata dall'espansione della DTB. In Giappone l'attività è rimasta debole. Alcune borse situate nei paesi emergenti hanno fatto registrare significative fluttuazioni nel numero dei contratti negoziati (segnatamente in Brasile), ma a causa delle limitate dimensioni di tali contratti l'impatto sul valore totale degli scambi è stato modesto.

... ma è insidiato dalla forte espansione della DTB ...

... che pone in ombra il MATIF

La lotta per le quote di mercato si concentra su ...

La lotta per la conquista di quote di mercato in vista dell'introduzione dell'euro ha comportato l'adozione di molteplici iniziative, fra cui alcune modifiche delle specifiche contrattuali, la creazione di nuovi prodotti lungo le curve dei rendimenti, la riduzione delle commissioni di negoziazione e l'estensione dell'orario operativo. Particolarmente aspra è stata la concorrenza per l'accaparramento di quote nel settore degli strumenti sui tassi d'interesse tedeschi, comprovata dall'introduzione di vari contratti collegati. Tuttavia, poiché le strategie incentrate su prodotti di tasso d'interesse hanno raggiunto la soglia di convenienza, vi è stato uno spostamento del fulcro dell'innovazione

... contratti su tassi d'interesse tedeschi ...

... prodotti azionari e alleanze

verso i meccanismi di riduzione dei costi, gli strumenti azionari (che si prevede risentano meno dell'introduzione dell'euro), l'offerta di servizi ai mercati OTC e i collegamenti operativi. Vanno menzionati a tale proposito l'annuncio di un'alleanza fra piazze finanziarie francesi, tedesche e svizzere sia per i mercati sottostanti che per quelli derivati, e il graduale emergere di una piattaforma nordica unificata per la negoziazione di strumenti a pronti e derivati.

Il riorientamento degli sforzi innovativi è stato altresì evidente in Nord America, con l'introduzione di contratti di piccole dimensioni intesi ad attrarre la domanda al dettaglio di prodotti azionari, l'ammissione al listino di warrants e notes strutturate, lo sviluppo di collegamenti telematici, anche con intermediari del mercato all'ingrosso, e iniziative per la creazione di schemi di compensazione congiunti.

La crescita della contrattazione alle grida non tiene il passo con quella dei sistemi telematici

L'espansione delle piattaforme elettroniche, come pure dei sistemi automatizzati al di fuori dell'orario ufficiale nelle tradizionali borse alle grida, ha indotto i mercati che avevano attivamente promosso la contrattazione gridata a riconsiderare in modo sostanziale la propria strategia. Mentre le borse con negoziazione al recinto si stanno dotando di nuove tecnologie per il trattamento degli

Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse organizzate

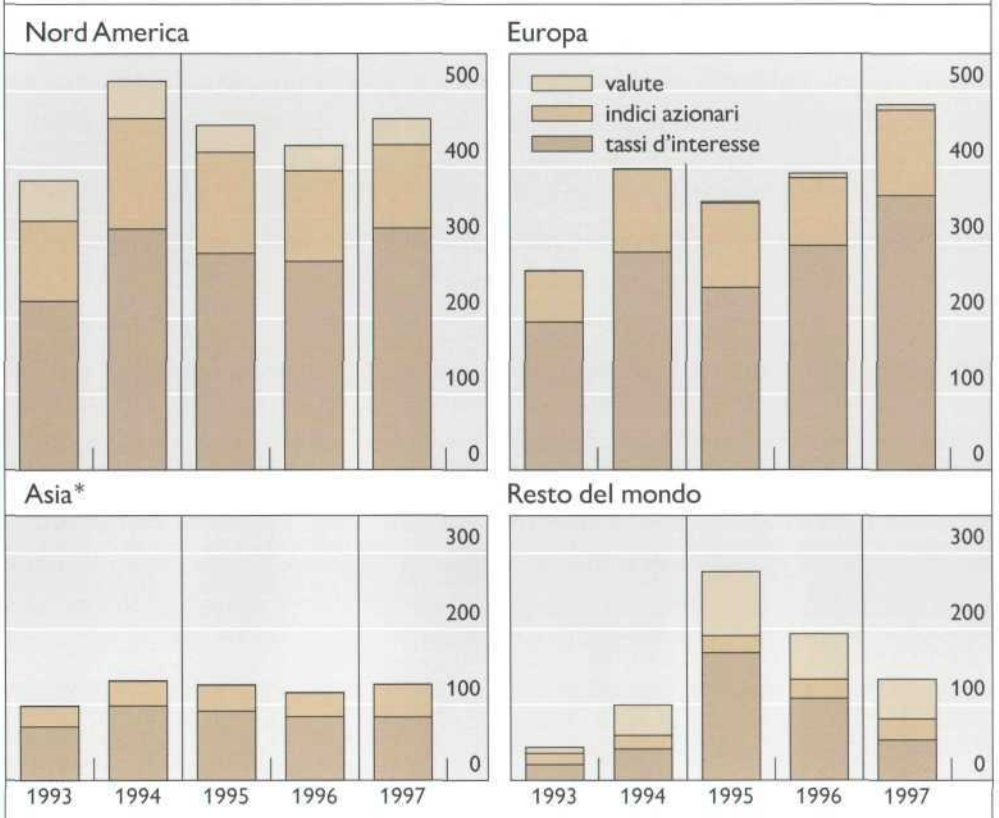
Strumenti	Volume delle contrattazioni in base all'ammontare nozionale						Ammontare nozionale in essere a fine 1997
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	
	in trilioni di dollari USA						
Futures di tasso d'interesse	141,0	177,3	271,7	266,3	253,5	274,6	7,5
Su strumenti a breve termine	113,3	138,9	222,1	218,2	204,8	223,2	7,1
di cui: eurodollaro a tre mesi	*66,9*	*70,2*	*113,6*	*104,1*	*97,1*	*107,2*	*2,6*
euroyen a tre mesi	*14,0*	*24,6*	*44,2*	*46,8*	*34,7*	*29,9*	*1,6*
euromarco a tre mesi	*7,5*	*12,9*	*18,5*	*18,4*	*23,9*	*25,3*	*1,0*
PIBOR a tre mesi	*5,8*	*10,4*	*12,0*	*15,9*	*13,7*	*12,3*	*0,2*
Su strumenti a lungo termine	27,7	38,5	49,6	48,2	48,7	51,4	0,4
di cui: obbligazioni del Tesoro USA	*7,1*	*8,0*	*10,1*	*8,7*	*8,5*	*10,1*	*0,1*
obbligazioni di Stato giapponesi	*9,7*	*14,2*	*13,8*	*16,2*	*12,3*	*10,6*	*0,1*
obbligazioni di Stato tedesche	*3,2*	*5,1*	*8,9*	*9,3*	*12,3*	*14,5*	*0,1*
obbligazioni di Stato francesi	*2,8*	*3,2*	*4,6*	*3,4*	*3,4*	*3,1*	*0,0*
Opzioni di tasso d'interesse[1]	25,5	32,8	46,7	43,3	41,0	48,6	3,6
Futures su valute	2,3	2,8	3,3	3,3	3,0	3,5	0,1
Opzioni su valute[1]	1,4	1,4	1,4	1,0	0,9	0,7	0,0
Futures su indici azionari	6,0	7,1	9,4	10,6	12,9	16,4	0,2
Opzioni su indici azionari[1]	5,7	6,3	8,0	9,2	10,1	13,0	0,8
Totale	181,9	227,8	340,5	333,9	321,5	356,8	12,2
In Nord America	*102,1*	*113,1*	*175,9*	*161,1*	*154,2*	*182,7*	*6,3*
In Europa	*42,8*	*61,4*	*83,9*	*87,5*	*100,1*	*114,9*	*3,6*
In Asia[2]	*36,9*	*53,0*	*77,8*	*81,1*	*63,8*	*56,3*	*2,2*
Altri	*0,1*	*0,4*	*2,9*	*4,2*	*3,4*	*2,9*	*0,1*

[1] Calls e puts. [2] Comprese Australia e Nuova Zelanda.

Fonti: Futures Industry Association; varie borse che trattano futures e opzioni; elaborazioni BRI. Tabella VIII.6

Volume delle contrattazioni di borsa in financial futures e opzioni

In milioni di contratti



* Comprese Australia e Nuova Zelanda.

Fonti: Futures Industry Association; statistiche nazionali; BRI. Grafico VIII.8

ordinativi minori o dei contratti meno diffusi, altre, come il CBOT e il LIFFE, hanno annunciato ulteriori iniziative in favore della contrattazione telematica. Tali sviluppi stanno avendo importanti ripercussioni sui collegamenti operativi. Come illustrato dalla strategia adottata dalla DTB, che si basa principalmente sull'accesso remoto e sull'estensione dell'orario operativo, i sistemi di contrattazione telematica consentono ormai alle borse di espandere la loro base di investitori in modo diretto e più economico rispetto ai collegamenti per la contrattazione gridata. In effetti, l'approccio seguito dalla DTB è attualmente preso in considerazione da altri importanti mercati organizzati, compresi il CBOT e il LIFFE, che hanno deciso di disattivare un collegamento per la negoziazione alle grida istituito di recente. Anche la creazione da parte delle borse di meccanismi di contrattazione propri e di collegamenti telematici bilaterali può spiegare il calo di interesse nei confronti dell'attuale versione del Globex, il sistema elettronico multilaterale che era stato concepito come uno strumento standardizzato per la negoziazione internazionale dopoborsa.

Strumenti negoziati fuori borsa

Nonostante il rallentamento degli scambi ...

Le statistiche diffuse dall'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) sull'operatività in swaps e in opzioni di tasso d'interesse collegate a swaps evidenziano una decelerazione nella crescita dell'ammontare nozionale in essere per la

prima metà del 1997. I dati provvisori disponibili per la seconda metà dell'anno paiono confermare questa perdita di slancio, anche se l'espansione ha continuato a sopravanzare di gran lunga quella dei mercati organizzati. Il rallentamento dell'attività è stato evidente in tutti i principali gruppi di contratti (swaps di tasso d'interesse, swaps valutari e opzioni di tasso d'interesse collegate a swaps), ma è stato più pronunciato nell'area degli swaps di valute (dal 20% nella seconda metà del 1996 al 2%).

... l'attività sui mercati OTC è più dinamica che nelle borse organizzate

Nel caso dei *prodotti valutari*, le forti oscillazioni registrate dalle principali divise nei confronti del dollaro USA hanno favorito in una certa misura gli strumenti di copertura in cambi e gli intermediari hanno modificato le proprie strategie, segnatamente in favore di prodotti basati sulle fluttuazioni dei corsi che offrono strutture per la riduzione dei premi. L'incertezza connessa alla UEM ha occasionalmente provocato punte di volatilità, e di conseguenza delle negoziazioni su tassi incrociati fra le valute europee principali e periferiche, ma la complessiva stabilità dei principali cambi in Europa ha fatto sì che tale attività rimanesse su livelli generalmente modesti. Nell'area delle valute dei mercati emergenti si è accresciuta l'operatività in contratti a termine non consegnabili. Questi strumenti sintetici permettono di eludere le restrizioni valutarie in quanto prevedono il regolamento differenziale in un'unica moneta di base (solitamente il dollaro USA). La crisi asiatica, tuttavia, ha interrotto l'attività nelle valute dei mercati emergenti, in quanto un forte rialzo dei tassi d'interesse a breve e la temporanea imposizione di controlli sui movimenti di capitale hanno causato notevoli perdite sulle posizioni corte dei dealers.

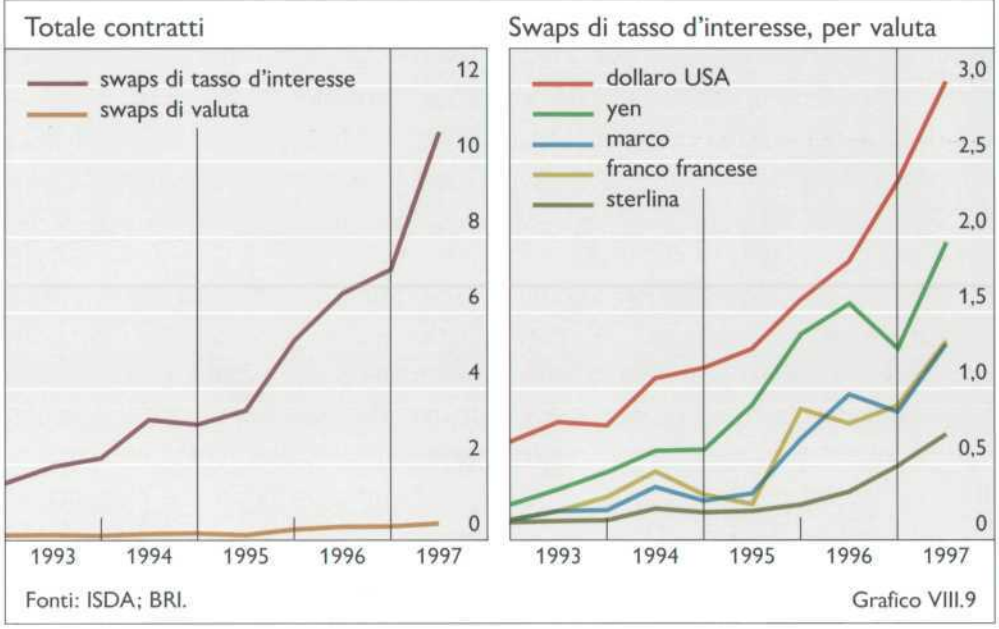
Debolezza dei prodotti valutari OTC ...

Nell'area dei *prodotti di tasso d'interesse*, le cifre fornite dall'ISDA mostrano che gli swaps e le opzioni collegate a swaps hanno segnato una crescita del 14% nella prima metà del 1997. Su base annua, l'intensa negoziazione di swaps nelle

... ma attività ancora esuberante per gli strumenti di tasso d'interesse

Nuovi swaps di tasso d'interesse e di valuta

Ammontare nozionale: turnover semestrale, in trilioni di dollari USA



Fonti: ISDA; BRI. Grafico VIII.9

principali valute sembra aver controbilanciato un rallentamento delle transazioni nei mercati meno liquidi. La limitata offerta di titoli del Tesoro USA, congiuntamente con l'appiattimento della curva dei rendimenti statunitense, ha ampliato i differenziali sugli swaps in dollari, favorendo le emissioni collegate a swaps in questo segmento valutario. In Europa, il periodico emergere di dubbi a riguardo della UEM ha stimolato le negoziazioni fondate su ipotesi di convergenza dei tassi d'interesse nei confronti del marco e fra le stesse valute a più alto rendimento. Tuttavia, ritenendo che la convergenza dei tassi a lunga non cogliesse adeguatamente i premi per il rischio di credito dopo l'introduzione dell'euro, alcuni intermediari hanno iniziato a proporre operazioni basate su un successivo ampliamento dei differenziali. Le percezioni di un più favorevole atteggiamento del Regno Unito nei confronti della UEM hanno alimentato verso la fine dell'anno un'intensa attività in contratti su tassi britannici e irlandesi. Oltre ai prodotti opzionali basati sui differenziali d'interesse, hanno incontrato crescente favore gli strumenti fondati su previsioni di volatilità dei tassi, come i "caps" a termine o le "swaptions". Così come nell'area dei prodotti valutari, la crisi asiatica ha avuto ripercussioni negative per alcuni intermediari, e molte banche con posizioni corte di volatilità in strumenti debitori dei mercati emergenti hanno accusato pesanti perdite.

Notevole espansione degli strumenti azionari ...

Vi sono state indicazioni di una notevole crescita dei *derivati azionari* OTC (non coperti dall'indagine ISDA) lo scorso anno. Le sporadiche ma brusche correzioni al ribasso degli indici hanno generato una forte domanda di strumenti di copertura. La turbolenza nei mercati azionari è intervenuta sullo sfondo di un allontanamento degli investitori al dettaglio dai tradizionali prodotti a reddito fisso. Questa fonte addizionale di domanda di strumenti azionari pare abbia accentuato la volatilità del mercato e sospinto verso l'alto il costo della protezione. In risposta a tali sviluppi, gli investitori hanno ricercato strumenti alternativi più economici, come le opzioni "buy now/pay later", "knock-out", "average rate" e prodotti basati su panieri. I warrants sui principali indici e su un insieme più ristretto di titoli azionari sembrano aver riscosso un grande successo. In particolare, vi è stato un forte interesse per i warrants su azioni di società europee per le quali è prevista una ristrutturazione, nonché per un'ampia gamma di prodotti basati su indici dell'Europa orientale. Gli strumenti basati su panieri eliminano la necessità di una selezione attiva dei titoli e consentono un accesso rapido e poco costoso al segmento di mercato desiderato. Sono stati intensamente trattati anche strumenti più complessi, come le opzioni e gli swaps sui differenziali fra indici di diversi paesi e gli swaps sulla volatilità degli indici azionari.

... e ulteriore sviluppo dei derivati creditizi

Le incertezze normative, la limitata disponibilità di informazioni sulle inadempienze e la mancanza di adeguati strumenti di copertura hanno continuato a frenare le negoziazioni di *derivati creditizi*, il cui impiego è rimasto limitato a un numero piuttosto ristretto di istituzioni. Ciò nonostante, tali strumenti sono stati utilizzati in misura crescente nel quadro di determinate emissioni di titoli (ad esempio, titoli garantiti da attività ed emissioni sintetiche collegate ad azioni) e in altre aree in cui era attivamente ricercata una separazione del rischio di credito dall'esposizione sottostante (come i leasing e le riassicurazioni). Il sempre maggiore interesse manifestato dagli investitori europei per i titoli ad

elevato rendimento, le tensioni finanziarie in Asia e l'incremento nelle dimensioni delle controparti risultante dal processo di consolidamento globale hanno contribuito non poco ad attirare l'attenzione degli operatori di mercato sulla questione del rischio di credito. La creazione di nuovi strumenti per la gestione del rischio sta favorendo un cambiamento nella strategia di prestito, che si manifesta attraverso una maggiore attenzione per una gestione efficiente del patrimonio e per la redditività corretta per il rischio. Negli ultimi anni gli intermediari hanno introdotto sistemi sempre più sofisticati per la gestione del rischio di mercato, mentre lo stesso non è avvenuto per l'area del rischio di credito. Ciò spiega il lancio di una serie di applicazioni software che consentono di misurare il rischio di credito per una varietà di impieghi e permettono agli intermediari di determinare la variazione nel valore aggregato del portafoglio causata da eventi particolari. Tali iniziative, se coronate da successo, dovrebbero condurre a una maggiore efficienza del mercato, a una più accurata determinazione del prezzo e a una migliore allocazione del patrimonio.

Globalizzazione e intermediazione finanziaria

L'integrazione del mercato globale è favorita ...

Nonostante la regressione provocata dalla crisi asiatica, nel 1997 è proseguito il processo di integrazione del mercato globale. Le tendenze di più lungo periodo hanno continuato a esercitare il loro influsso. Ad esempio, la rapida evoluzione delle tecnologie di negoziazione e comunicazione ha messo a repentaglio posizioni di privilegio in alcuni segmenti del settore, che finora erano state protette. L'armonizzazione dei mercati è stata ulteriormente stimolata da alcune iniziative del Giappone e degli Stati Uniti volte a rimuovere le barriere normative esistenti fra il settore bancario e quello mobiliare, mentre l'imminente varo della UEM ha agito da catalizzatore per il processo di armonizzazione e consolidamento in Europa. Anche i fattori congiunturali hanno svolto un ruolo importante. L'ampia liquidità e la ricerca di più elevati rendimenti hanno accresciuto i flussi internazionali di capitali, accelerando l'integrazione dei mercati emergenti nel sistema finanziario globale. Inoltre, la crisi asiatica è servita a ricordare, seppure in modo doloroso, che l'accettazione del libero agire delle forze di mercato a livello internazionale non è compatibile con il mantenimento di sistemi finanziari locali opachi, inefficienti e non sottoposti a un'adeguata vigilanza. In modo forse paradossale, i recenti avvenimenti potrebbero di fatto condurre a una maggiore integrazione delle economie emergenti incoraggiando alcune correzioni nei paesi con infrastrutture inadeguate.

... dalla deregolamentazione ...

... dall'adeguamento delle infrastrutture ...

La globalizzazione è risultata ancora una volta più evidente nei mercati all'ingrosso, con una riduzione delle tradizionali barriere fra attività bancaria tradizionale e d'investimento, assicurazioni e gestione patrimoniale. La graduale comparsa sul mercato di altri soggetti, come i fornitori di servizi di informazione elettronici, ha intensificato le pressioni competitive. In aggiunta, i progressi compiuti nell'area del rischio di credito hanno accentuato la convergenza nelle pratiche di gestione di portafogli fra le varie categorie di operatori. Essi hanno anche contribuito a estendere il raggio dell'intermediazione attraverso la disaggregazione e negoziazione delle varie componenti di rischio.

... e dalla convergenza nelle pratiche di mercato

Malgrado tali sviluppi, lo scorso anno le banche commerciali hanno continuato a essere al centro del processo di intermediazione internazionale. In primo luogo, esse hanno compensato la stagnazione dei tradizionali depositi con un'intensa attività di finanziamento sui mercati mobiliari. In secondo luogo, la sostenuta domanda di credito bancario da parte di soggetti non bancari situati nei centri offshore sembrerebbe confermare le indicazioni secondo cui un ingente volume di investimenti a elevato grado di leva è stato finanziato dal sistema bancario internazionale. In terzo luogo, le banche commerciali hanno fatto ingresso nel campo dell'"investment banking" con l'acquisizione di operatori mobiliari. Le motivazioni determinanti sono state il boom dei mercati azionari e obbligazionari, che ha favorito la creazione di nuove opportunità per gli strumenti a elevato rendimento, e l'ondata di fusioni e acquisizioni, per le quali le banche d'investimento offrono una serie di lucrativi servizi. In quarto luogo, l'entrata delle banche commerciali nell'"investment banking", erodendo i margini in alcune delle tradizionali aree operative di quest'ultimo settore (come la sottoscrizione e la negoziazione di titoli), ha a sua volta impartito a entrambe le categorie un potente stimolo a diversificare le fonti di guadagno e, pertanto, a espandersi nell'area della gestione di portafoglio.

Le banche commerciali entrano nel campo delle banche d'investimento ...

... ed entrambe si espandono nell'area della gestione di portafoglio ...

Di conseguenza, lo scorso anno si è accentuata la dicotomia fra le strategie tese a fornire servizi finanziari globali pienamente integrati da un lato, e quelle incentrate sulle aree operative principali o altamente specializzate dall'altro. Tuttavia, data la recente ondata di acquisizioni ci si può chiedere se l'espansione di alcuni gruppi di operatori in aree di cui essi hanno poca o nessuna esperienza non possa rappresentare un eccessivo onere per le loro risorse. Essa ha anche fatto nascere preoccupazioni che la sussidiazione incrociata di settori operativi, nella lotta per il conseguimento di una dimensione globale, possa causare distorsioni nel prezzo dei titoli e dei prodotti derivati. Infatti, il ridimensionamento dell'operatività da parte di alcune banche è riconducibile non solo all'incapacità di trarre vantaggio dalle sinergie fra prodotti e servizi diversi, ma anche a un'inadeguata politica di prezzo.

... sollevando nuove questioni

La comparsa di grandi conglomerati internazionali in un mondo in cui la regolamentazione rimane segmentata in funzione dei settori o delle giurisdizioni solleva varie questioni, sulle quali non vi è ancora un'opinione concorde. Data la crescente complessità di tale contesto è necessario che anche gli schemi prudenziali si evolvano, in termini sia di metodologia che di portata. Due tendenze comuni sembrano essere emerse dalle recenti iniziative ufficiali e di mercato (si vedano anche le "Attività della Banca", alla fine di questa Relazione). La prima tendenza va verso un maggiore orientamento al mercato degli schemi regolamentativi, come dimostra il passaggio da un approccio basato su rigide prescrizioni prudenziali all'affidamento sulla disciplina di mercato. Ciò è illustrato dal recente emendamento all'Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali per consentire l'impiego di modelli interni nella valutazione del rischio di mercato, come pure dal dibattito in corso su possibili metodi alternativi (compreso il "pre-commitment approach", che consentirebbe alle istituzioni medesime di allocare ex ante un ammontare di capitale autodeterminato, prevedendo una sanzione ex post in caso di perdite eccedenti la soglia prefissata). La seconda tendenza consiste in un'accresciuta tolleranza della comunità ufficiale nei riguardi

I conglomerati in particolare ...

... rappresentano una sfida per gli schemi prudenziali ...

... in termini di metodologia ...

del fallimento di singole istituzioni accompagnata, al tempo stesso, da una maggiore enfasi sulla limitazione degli effetti di propagazione delle perturbazioni finanziarie. Gli attuali sforzi volti a perfezionare i sistemi di pagamento e regolamento nei mercati all'ingrosso vanno in questa direzione, così come le iniziative tese a migliorare l'architettura del sistema finanziario internazionale sul piano della trasparenza, delle infrastrutture e della ripartizione degli oneri fra il settore pubblico e quello privato. Determinare l'appropriata suddivisione delle responsabilità prudenziali, a livello sia nazionale che internazionale, è un primo passo necessario, ma il secondo, di importanza cruciale, dovrà essere la sua attuazione.

... e di portata

IX. Conclusioni: individuare i rischi e le misure preventive

Malgrado gli eventi traumatici in Asia, le prospettive economiche per il resto del mondo sono ancora giudicate generalmente favorevoli. Si prevede che prosegua il lungo periodo di espansione delle economie degli Stati Uniti e del Regno Unito. L'Unione economica e monetaria europea dovrebbe prendere avvio nei tempi previsti con un'ampia partecipazione, fra il manifestarsi di segni di un rafforzamento della crescita e della fiducia. Non soltanto sono stati finora evitati gravi effetti di contagio al di fuori della regione asiatica, ma secondo alcuni osservatori il peggio potrebbe essere passato nella stessa Asia, stante che i mercati finanziari di quell'area si sono in certa misura stabilizzati. Nella maggior parte dei paesi industriali i mercati delle attività hanno raggiunto massimi storici, nel contesto di una straordinaria sequenza di fusioni e acquisizioni societarie e di connesse operazioni di finanziamento. A un livello più fondamentale, gli accadimenti in Asia vengono da taluni persino interpretati positivamente, come una conferma della predominanza del modello di sviluppo economico governato dalle forze di mercato, divenuto sempre più di moda a partire dagli anni settanta.

Ma così come la moda, le circostanze economiche possono mutare alquanto rapidamente, e ogni previsione e valutazione economica dovrebbe essere formulata con un congruo senso di umiltà. Ciò per la buona ragione, messa in chiara evidenza dalla crisi asiatica, che il mondo economico e finanziario è un luogo altamente incerto in cui le percezioni del rischio di liquidità, del rischio di mercato e del rischio di credito possono interagire in modo tale da produrre effetti moltiplicativi ed esiti imprevedibili. E laddove gli sviluppi economici hanno ramificazioni sociali e politiche, i risultati possono essere ancora più incerti. Un'altra ragione in favore dell'umiltà è che il successo pare fin troppo spesso recare in sé i germi del fallimento. Insomma, un eccesso di ottimismo ha sovente influenzato le valutazioni sia dei mercati sia dei responsabili delle politiche.

Il Messico, ad esempio, fu ampiamente lodato e premiato dai mercati nei primi anni novanta per la sua deregolamentazione e austerità fiscale, così come lo sono stati molti paesi asiatici (compreso il Giappone) per i loro altissimi saggi di risparmio e di investimento. E tuttavia, questi stessi paesi sono stati poi oggetto di repentini mutamenti di umore del mercato. Per quanto riguarda il Messico, si è dovuto constatare che la deregolamentazione, specie nel settore finanziario, aveva condotto a un boom dei consumi e a un'insostenibile posizione esterna corrente. Nel caso di vari paesi asiatici, i mercati si sono resi conto che l'elevato risparmio non costituiva un vantaggio incondizionato nella misura in cui si associava a investimenti non profittevoli che avrebbero verosimilmente depresso per vari anni i prezzi delle attività.

In entrambi questi casi, come in molti altri, il processo di ascesa e susseguente tracollo è parso seguire una dinamica molto simile. A buone grandezze economiche fondamentali sono seguiti eccessi di spesa alimentati dal credito interno. In un tale contesto le opportunità di profitto hanno dapprima richiamato l'attenzione dei prestatori esteri più avveduti, la cui attività ha a sua volta attratto il denaro di quelli meno avveduti. I cambiamenti strutturali intervenuti su scala mondiale nei sistemi finanziari hanno dato ulteriore impulso a questi sviluppi. La deregolamentazione nei mercati interni delle economie emergenti ha sovente reso più agevole l'accesso al credito, mentre le accresciute pressioni concorrenziali nei paesi industriali hanno indotto molte istituzioni finanziarie a volgersi verso nuovi mercati, nella fiduciosa aspettativa di poter compensare i più stretti margini di guadagno ottenibili in patria. Alla fine, il venir meno di questo eccessivo ottimismo, dal lato sia dei mutuatari che dei prestatori, è stato improvviso, brutale e costoso per tutte le parti in causa.

Un analogo eccesso di ottimismo può parimenti influenzare le decisioni di politica economica. Sia nelle economie emergenti che in quelle industriali è sempre difficile modificare le politiche in modo graduale, così da evitare una crisi, tanto più quando l'opinione pubblica è fermamente convinta che le prospettive economiche rimangono eccellenti. Persino il sostanziale successo delle autorità nel ridurre l'inflazione dei prezzi al consumo può comportare pericoli qualora esso incoraggi involontariamente lo sviluppo di bolle dei prezzi delle attività, limitando al tempo stesso il margine di manovra disponibile per contrastarle. Allorché i tassi d'interesse nominali, e persino quelli reali, calano con il regredire delle spinte inflazionistiche, può ben accadere che gli investitori ricerchino più alti rendimenti altrove. Purtroppo, sia che si tratti di valori azionari nazionali o di investimenti all'estero, è possibile ottenere più alti rendimenti solo assumendo rischi corrispettivamente maggiori.

Le autorità monetarie che si basano in via primaria sulle misure tradizionali dell'inflazione argomentano comunemente che l'aumento di valore delle attività può in genere essere ignorato, a meno che non ne sia confermato l'effetto sulla dinamica dei prezzi al consumo. Questa argomentazione, seppur valida, dovrebbe essere integrata dalla considerazione del possibile impatto sulla solidità del sistema finanziario nel caso in cui il credito intermediato serva ad alimentare una bolla dei prezzi delle attività destinata prima o poi a scoppiare. In una situazione siffatta, la difficile scelta che può porsi alle autorità è se innalzare i tassi d'interesse per contrastare tale bolla, accettando un leggero scostamento per difetto dal tasso d'inflazione programmato, oppure astenersi dall'intervenire, con il possibile risultato di una deflazione di entità ben maggiore. Quest'ultimo esito potrebbe essere assai rischioso se, come sembra mostrare l'esperienza giapponese, una reflazione dell'economia si rivela particolarmente difficile in presenza di livelli di inflazione così bassi da lasciare scarso margine per una riduzione dei tassi d'interesse reali. Sebbene l'aumento dei prezzi immobiliari che si è accompagnato all'ascesa dei mercati dei titoli nella maggior parte dei paesi industriali occidentali non sia stato in alcun caso di entità pari a quella osservata in Asia, la recente accelerazione nell'espansione del credito in questi paesi merita nondimeno attenta considerazione.

Ovviamente, con ciò non si vuol dire che crescita economica, deregolamentazione e bassa inflazione debbano essere evitate perché potrebbero comportare rischi. Piuttosto, tre conclusioni più sensate paiono imporsi. In primo luogo, una migliore comprensione delle dinamiche del processo macroeconomico può accrescere la capacità di porre rimedio ai problemi prima che questi diventino dirompenti. In secondo luogo, la liberalizzazione del mercato deve essere perseguita in modo risoluto ma al tempo stesso prudente. In terzo luogo, sono necessari sforzi per accrescere ovunque la solidità dei sistemi finanziari, affinché questi siano in grado di resistere agli shock di maggiore intensità che sono da attendersi in un contesto di mercati più liberi.

Le prospettive macroeconomiche e gli insegnamenti sul piano delle politiche

Il persistente sfasamento delle posizioni cicliche dei maggiori paesi industriali ha dato origine a talune tensioni. In particolare, la forza relativa della domanda negli Stati Uniti (nonché nel Regno Unito) ha condotto a un notevole apprezzamento esterno della valuta e ad un connesso deterioramento della bilancia dei pagamenti correnti. Ciò è stato controbilanciato da crescenti avanzi in Giappone e nell'Europa continentale. Inoltre, secondo le previsioni del FMI e dell'OCSE, gli Stati Uniti forniranno la principale contropartita del previsto miglioramento dei disavanzi commerciali in Asia, il che farà salire a livelli quasi record il deficit delle partite correnti in rapporto al PIL.

Questa situazione reca in sé un duplice pericolo. Il primo è che il mercato si spazientisca di fronte all'accumularsi del debito esterno USA e sospinga il dollaro decisamente verso il basso. Una tale evoluzione annullerebbe i forti e benefici effetti disinflazionistici dell'apprezzamento della valuta americana e aumenterebbe ulteriormente la probabilità di una restrizione monetaria in risposta all'emergere di strozzature di capacità produttiva negli Stati Uniti. Se ciò avvenisse, ci si potrebbe attendere anche una connessa riduzione del prezzo delle attività, con notevoli effetti di rimbalzo sulla spesa e sulla fiducia dei consumatori statunitensi, data l'accresciuta importanza assunta dalle attività finanziarie nel portafoglio delle famiglie. Il secondo pericolo insito nella forza del dollaro è la possibilità di un ricorso a pratiche protezionistiche negli Stati Uniti. La robusta espansione economica ha finora impedito il manifestarsi di atteggiamenti di questo tipo, ma un sensibile rallentamento congiunturale potrebbe facilmente modificare la situazione.

Qualsiasi sviluppo che metta a repentaglio il perdurare della crescita non inflazionistica negli Stati Uniti rischia di avere altre implicazioni, di ancor più vasta portata. Mentre il recente rafforzamento della domanda in Europa potrebbe accrescere la resilienza delle economie di quest'area di fronte a un apprezzamento delle proprie valute, lo stesso non può dirsi per il Giappone. Inoltre, un generale aumento dei tassi d'interesse, sia che esso prenda avvio negli Stati Uniti oppure in Europa, potrebbe incentivare un ulteriore ritiro di fondi dai paesi emergenti, nonché una riconsiderazione, sia pur tardiva, del rischio di credito in tutti i mercati. È difficile prevedere tutte le conseguenze di quest'ultima eventualità, se si pensa che lo scorso anno i depositi interbancari internazionali

si sono quasi quadruplicati, salendo a oltre $700 miliardi, e che le emissioni mobiliari internazionali hanno recentemente raggiunto livelli di massimo storico.

Dovrebbe essere chiaro che questo è uno scenario ipotetico, non una previsione. Una previsione, giustamente, valuterebbe in termini più benevoli il problema del disavanzo corrente USA, facendo rilevare che il debito esterno netto in rapporto al PIL, sebbene in crescita, rimane basso (e ancor più basso il servizio del debito) e che, per il momento, la posizione senza rivali del dollaro come moneta di riserva mondiale contribuisce a proteggerne il valore. Tuttavia, è soltanto individuando i problemi che l'attenzione può essere rivolta alle politiche in grado di prevenirli. In linea teorica, si tratterebbe di incoraggiare una maggiore domanda nelle economie industriali a più lenta crescita e l'opposto nelle altre. Tuttavia, in molti paesi si frappongono ostacoli all'attuazione pratica di siffatte politiche. Ad esempio, in alcuni casi il ricorso alla politica fiscale per stimolare la domanda può essere in conflitto con gli obiettivi a medio termine di consolidamento delle finanze pubbliche, mentre un allentamento monetario rischierebbe di alimentare un'ulteriore ascesa dei prezzi delle attività.

Per quanto riguarda le economie emergenti dell'Asia, una risposta pronta, e soprattutto sorretta dall'impegno politico, alle prescrizioni del Fondo monetario internazionale contribuirebbe più di ogn'altra cosa a rivitalizzare le prospettive economiche nei paesi in cui tale impegno fa ancora difetto. Essa servirebbe a ristabilire la fiducia, consentendo un calo dei tassi d'interesse e una risalita del cambio da livelli eccessivamente bassi. Nella misura in cui divenisse più sopportabile l'onere del servizio del debito, sia interno che esterno, vi sarebbe da attendersi che diminuiscano gli spreads e che migliori nuovamente l'accesso al credito estero. Chiaramente, la probabilità di ottenere tale impegno politico aumenterebbe qualora la portata delle raccomandazioni del Fondo dovesse limitarsi al ripristino della stabilità finanziaria e alle tradizionali misure richieste per assicurare l'equilibrio di bilancia dei pagamenti.

Un ulteriore passo necessario verso la riqualificazione di molte economie asiatiche consisterebbe in una ristrutturazione sollecita, trasparente e politicamente neutra dei sistemi bancari nazionali. Anche se finora non vi è stato, salvo che per l'Indonesia, un razionamento del credito delle dimensioni osservate a suo tempo in Messico, occorre far sì che diminuisca il rischio di un tale esito negli altri paesi asiatici. Alcuni potrebbero argomentare che la ristrutturazione contribuirà di per sé al razionamento creditizio, ma la storia parrebbe insegnare proprio il contrario. La chiusura delle banche più deboli, assieme a una ricapitalizzazione risolutiva delle altre, non dovrebbe necessariamente causare problemi, benché si tratti in tutta evidenza di un compito delicato. Di fatto, un razionamento del credito si verifica ben più spesso allorché le autorità tollerano il persistere dell'incertezza circa lo stato di salute delle banche, specie se ciò interagisce con l'incertezza delle banche stesse circa la solvibilità dei loro clienti. Infine, bisogna ammettere che, anzitutto, nessuna politica è esente da difetti e che, in ogni caso, occorre un certo tempo affinché essa produca risultati. Presupponendo un periodo transitorio, forse anche protratto, di crescita lenta, la Banca Mondiale e altre istanze hanno assai giustamente sottolineato l'esigenza di alleviare il danno per i meno abbienti, che stanno sopportando l'onere maggiore della crisi asiatica.

In Giappone non sarà impresa facile rilanciare la crescita economica dopo quasi un decennio di temporeggiamenti di fronte a problemi fondamentali in parte analoghi a quelli emersi solo di recente in altri paesi dell'Asia. Nel frattempo si sono grandemente deteriorate la fiducia dei consumatori e la situazione finanziaria delle imprese e delle banche. In effetti, l'esperienza del Giappone dovrebbe essere un esempio da manuale di come sia necessaria un'azione risoluta per ripristinare prontamente la stabilità dopo lo scoppio di una bolla speculativa. Non è tuttavia troppo tardi per ristrutturare il sistema bancario, secondo le linee indicate dianzi, e per stimolare ulteriormente l'economia mediante sgravi d'imposta permanenti in favore di coloro che si ritiene abbiano la maggiore propensione a spendere il reddito addizionale nel contesto presente. Ciò è tanto più necessario in quanto un allentamento monetario appare vincolato in misura crescente dal forte aumento della preferenza per la liquidità (in parte connesso alle preoccupazioni circa la solidità delle banche) e dal timore che uno yen più debole possa aggravare le tensioni commerciali con gli Stati Uniti. Anche se questo timore potrebbe senz'altro essere ingiustificato, giacché il disavanzo corrente USA è essenzialmente la conseguenza endogena di un'economia a pieno impiego e di un saggio di risparmio nazionale relativamente basso, esso sembra nondimeno costituire una realtà politica.

Uno sviluppo recente, collegato alla crisi asiatica, contribuirà a sostenere la domanda in Giappone e in molti altri paesi. Il calo del prezzo del petrolio e di altri prodotti primari comporta, per tutti i maggiori paesi industriali, nonché per molte economie emergenti, uno shock positivo sulle ragioni di scambio che concorrerà ad aumentare il reddito disponibile. Esso agirà inoltre nel senso di ridurre il disavanzo commerciale USA in termini assoluti, pur ampliando le eccedenze del Giappone e dell'Europa. L'aspetto negativo è che i costi saranno sopportati da un numero limitato di paesi, segnatamente i principali esportatori di petrolio, per i quali l'aggiustamento potrebbe non essere facile. Sia in Messico che in Russia le esportazioni di petrolio forniscono tuttora circa un terzo delle entrate statali complessive, e le restrizioni di bilancio implicheranno quindi un forte ridimensionamento della spesa pubblica. In Arabia Saudita, Venezuela, Nigeria e Indonesia si porranno problemi analoghi. Nell'insieme, poiché i paesi che subiscono una perdita sono costretti ad aggiustare le proprie economie, mentre quelli che hanno un guadagno possono anche non farlo, è probabile che il calo di prezzo delle materie prime tenda a rallentare la domanda globale.

In Europa, con l'unione monetaria ben avviata al suo compimento, le prospettive di crescita economica non inflazionistica e le implicazioni per la politica monetaria devono sempre più essere valutate su base aggregata. Se i tassi d'interesse in Germania e in Francia sono attualmente posti a livelli appropriati per ambedue i paesi considerati separatamente, quelli appropriati per l'intera UEM potrebbero essere un po' più alti, data la posizione ciclica più avanzata di alcuni altri paesi membri. Questa affermazione è tuttavia soggetta a tre importanti riserve. In primo luogo, il consolidamento fiscale e l'aggiustamento strutturale in atto dovrebbero mitigare il bisogno di un inasprimento monetario. Inoltre, un eventuale deprezzamento del dollaro rispetto alle valute europee produrrebbe ulteriori effetti disinflazionistici. Infine, resta ancora da vedere quale sarà il pieno impatto in Europa della crisi asiatica. Forse, l'unica cosa

del tutto chiara è che, sia anteriormente al 1° gennaio 1999 sia in seguito, la Banca centrale europea dovrà seguire con grande attenzione la situazione congiunturale.

Negli Stati Uniti, così come nel Regno Unito, le condizioni tese sul mercato del lavoro, congiuntamente al deteriorarsi della bilancia commerciale e alla rapida ascesa dei prezzi delle attività finanziarie, indicherebbero un accresciuto rischio inflazionistico. In tal caso potrebbe apparire raccomandabile un ulteriore inasprimento monetario, sebbene anche altri rischi siano presenti. Un rialzo dei tassi d'interesse, particolarmente negli Stati Uniti, aggraverebbe il problema delle economie emergenti fortemente indebitate e potrebbe avere effetti di proporzioni imprevedibili sui corsi azionari interni, nonché sui tassi di cambio. In queste circostanze, un grado addizionale di restrizione fiscale sarebbe propizio dal punto di vista sia delle esigenze congiunturali a breve termine sia della sostenibilità delle finanze pubbliche nel più lungo periodo. In nessuno dei due paesi, tuttavia, può essere ritenuta molto grande la probabilità che ciò accada.

La liberalizzazione finanziaria e i cambiamenti strutturali

Come se la conduzione della politica macroeconomica non fosse già abbastanza difficile, le autorità devono in misura crescente compiere le proprie scelte sullo sfondo di un continuo processo di liberalizzazione e di cambiamento strutturale nei mercati finanziari. È possibile discernere tre sviluppi importanti. In primo luogo, vi è una crescente competizione a livello mondiale nell'offerta di servizi finanziari, la cui pressione si è già fatta sentire in modo particolare sulle aziende bancarie tradizionali. Questo fenomeno potrebbe avere ripercussioni sul meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari. In secondo luogo, nei paesi emergenti le fluttuazioni nei movimenti di capitali internazionali hanno reso assai più difficoltosa la formulazione delle politiche interne. In terzo luogo, con l'avvio della UEM la politica macroeconomica in Europa si troverà a operare in un contesto inedito. Tutti questi sviluppi hanno implicazioni anche sul piano della vigilanza prudenziale, come si dirà più avanti.

Agli intermediari finanziari non bancari affluisce una quota crescente del risparmio dei paesi industriali. Per giunta, questa tendenza è probabilmente destinata a rafforzarsi con il maturare della consapevolezza che, in Europa e altrove, i sistemi di pensione non capitalizzati verosimilmente non saranno in grado di far fronte ai bisogni futuri. Si può plausibilmente sostenere che il comportamento di coloro che investono tali risorse finanziarie sarà diverso, anche se non necessariamente migliore o peggiore, da quello dei tradizionali operatori bancari. Ad esempio, la crescente propensione dei risparmiatori privati a scegliere i fondi azionari per l'investimento a più lungo termine potrebbe aver concorso alla recente sostenutezza dei mercati borsistici a livello mondiale. E non è facile prevedere come agirebbero gli stessi risparmiatori di fronte a una brusca correzione del prezzo delle azioni.

La tradizionale intermediazione bancaria viene sempre più insidiata anche dai mercati mobiliari e, come strategia difensiva, le banche stanno progressivamente ampliando la propria operatività in titoli. La generale tendenza al restringimento dei margini, invertita soltanto temporaneamente dalla crisi asiatica, è

indicativa della portata di queste pressioni competitive e contribuisce a spiegare perché in alcuni paesi l'espansione del credito sia stata più rapida di quanto ci si potesse altrimenti aspettare. Inoltre, la cessazione di fatto delle restrizioni della legge Glass-Steagall negli Stati Uniti, l'avvento del "Big Bang" in Giappone il 1° aprile di quest'anno, nonché l'incitamento alla concorrenza internazionale che presumibilmente proverrà dall'introduzione dell'euro, fanno ritenere che il processo di cambiamento strutturale e di intensificazione della concorrenza è destinato ad accentuarsi ulteriormente.

I mercati emergenti potrebbero già aver risentito di queste tendenze e della conseguente ricerca di più alti rendimenti. Gli afflussi di capitali internazionali, in gran parte sotto forma di credito bancario a breve, sono saliti da praticamente zero nel 1989 a un picco di quasi $170 miliardi nel 1996, per poi lasciar posto ad ampi deflussi nel periodo più recente. È stato straordinariamente difficile far fronte a queste fluttuazioni, poiché i capitali in entrata hanno in genere alimentato un boom della spesa, mentre quelli in uscita hanno fatto precipitare la crisi. Anche se una maggiore flessibilità verso l'alto del tasso di cambio avrebbe senz'altro contribuito a contenere tali flussi, venendo a creare una maggiore simmetria di rischio sui mercati valutari, l'esperienza del Messico nei primi anni novanta ci insegna che essa non è affatto la panacea di tutti i mali. I recenti sviluppi in Asia hanno rilanciato il dibattito sui vantaggi dei controlli sui capitali internazionali, un dibattito che ha tratto ulteriore impulso dalla contestuale proposta di emendare gli Statuti del Fondo monetario internazionale al fine di conferirgli il mandato esplicito di promuovere la liberalizzazione dei movimenti di capitali.

I fautori di maggiori controlli fanno rilevare che i paesi con elevati saggi di risparmio spesso hanno difficoltà ad allocare in modo appropriato il loro stesso capitale. Essi sottolineano altresì i problemi a più breve termine di instabilità macroeconomica e in generale presumono che i mercati finanziari internazionali siano inclini a comportamenti destabilizzanti. Per contro, l'approccio del Fondo è incentrato sull'obiettivo di più lungo periodo dell'efficienza microeconomica nell'allocazione del capitale e si basa sulla convinzione che esistano modi meno distorsivi per fronteggiare i potenziali problemi macroeconomici a breve termine. Nella misura in cui questi problemi originano da comportamenti di tipo gregario delle banche, come pare sia in effetti avvenuto nel periodo recente, i possibili rimedi sono discussi più avanti nel contesto della prevenzione e gestione delle crisi. Chiaramente non vi è una risposta univoca a tale annosa questione, che implica un compromesso fra efficienza a lungo termine e stabilità. Nondimeno, pare delinearsi un certo consenso sul fatto che la rimozione dei controlli, quantunque desiderabile, debba essere compiuta con grande cautela e che gli afflussi di capitali a più lunga scadenza siano da preferire a quelli a breve termine. Qualora il proposto emendamento degli Statuti del Fondo venisse accettato, il primo risultato sarebbe probabilmente quello di accrescere la pressione sui paesi emergenti affinché rafforzino i propri sistemi finanziari come presupposto necessario per una successiva liberalizzazione dei movimenti di capitale. E ciò non sarebbe un male.

Il terzo importante cambiamento strutturale concernente i mercati finanziari sarà l'introduzione dell'euro, di cui sono già ben avanzati i preparativi. La neocostituita Banca centrale europea dovrà inizialmente tenere conto di vari

problemi transizionali nella conduzione della politica monetaria. Occorrerà tempo affinché maturi una piena comprensione del meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari nel mercato integrato, e l'auspicato potenziamento delle forze concorrenziali potrebbe senz'altro indurre ulteriori cambiamenti nella struttura finanziaria sottostante. È probabile che ne sia influenzato in particolare il comportamento degli aggregati monetari nel breve periodo, il che suggerisce l'opportunità di adottare, almeno per un certo tempo, una combinazione piuttosto eclettica di obiettivi monetari e inflazionistici. Con l'affermarsi della credibilità della BCE cambieranno altresì i connessi effetti sul processo di formazione dei salari e dei prezzi, ma in senso favorevole.

Nel più lungo termine la conduzione della politica macroeconomica nell'area dell'euro sarà ovviamente condizionata dall'introduzione della moneta unica. I paesi in cui la dinamica dei salari e dei prezzi si discosterà da quella dei concorrenti non potranno più fare ricorso al deprezzamento del cambio. Il necessario aggiustamento dovrà provenire da appropriate correzioni dei salari e dei prezzi interni, se si vorrà evitare un aumento della disoccupazione. Anche se il ruolo di ancoraggio svolto da un obiettivo trasparente di inflazione per l'area nel suo insieme faciliterà tale aggiustamento, saranno comunque necessarie riforme di ben più vasta portata sui mercati del lavoro e dei beni. Purtroppo, benché in alcuni paesi siano stati compiuti significativi progressi, i risultati sul fronte delle riforme in Europa sono finora assai disuguali a questo riguardo. Vi è da sperare che l'introduzione dell'euro agisca anche da catalizzatore per stimolare i necessari cambiamenti strutturali nel più ampio scenario europeo.

La prevenzione e la gestione delle crisi

Le crisi messicana e asiatica sono state simili in quanto l'interazione fra le difficoltà di bilancia dei pagamenti e la debolezza dei sistemi finanziari nazionali ha avuto effetti catastrofici. Esse sono state però differenti in quanto la prima si è caratterizzata per un eccesso di consumo, la seconda per un eccesso di investimento. Inoltre, la crisi messicana ha avuto come protagonisti un debitore sovrano e creditori non bancari, mentre quella asiatica ha coinvolto essenzialmente mutuatari del settore privato e creditori bancari. Sebbene il fatto che non esistano due crisi uguali renda difficile l'individuazione di misure atte a prevenirle e a risolverle, si possono comunque raccomandare alcune iniziative concrete.

La prevenzione delle crisi presuppone, innanzitutto, sani sistemi finanziari interni. I "Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria" del Comitato di Basilea costituiscono un caposaldo per i miglioramenti in quest'area, ma la loro attuazione pratica non sarà compito facile. Esiste attualmente, a livello sia delle banche sia degli organi di vigilanza, una grande carenza di personale qualificato, per colmare la quale occorreranno un grosso sforzo formativo, molti anni di lavoro e ingenti risorse. Un problema forse ancora più difficile è rappresentato dalla resistenza politica alle riforme da parte di quanti hanno finora tratto vantaggio dal sistema esistente. Qualora la disciplina di mercato, nonché la pressione collegiale esercitata dalle autorità di vigilanza e dai politici dei paesi più solerti, non fossero sufficienti a superare questi ostacoli, è possibile che si debba

allora contemplare la revoca dell'autorizzazione alle banche emananti da giurisdizioni con requisiti prudenziali inadeguati.

Inoltre, per assicurare la solidità dei sistemi finanziari, potrebbero essere necessari standard internazionali anche in altre aree. I Comitati che riferiscono ai Governatori del Gruppo dei Dieci presso la BRI stanno valutando la necessità e la possibilità di elaborare simili linee guida o principi in taluni ambiti. Evidente è il bisogno di criteri contabili chiari, trasparenti e comparabili internazionalmente. In mancanza di chiarezza sul significato dei dati di contabilità aziendale è impossibile giudicare la qualità dei crediti e la situazione delle banche che questi crediti hanno concesso. La confusione circa la significatività degli stessi bilanci bancari aggiunge purtroppo un ulteriore elemento di opacità in molti mercati emergenti e persino in alcuni paesi industriali. Entrambi questi problemi vanno affrontati con urgenza. Più in generale, in tutti i paesi vi è un gran bisogno di maggiore trasparenza e di maggiore informazione sull'attività finanziaria sia del settore privato che di quello pubblico.

Per la prevenzione delle crisi, tuttavia, non è sufficiente l'esistenza di un sistema finanziario solido. Sono altresì necessari adeguati indicatori che segnalino potenziali minacce alla stabilità macroeconomica, siano esse provenienti da nuovi sviluppi nel settore bancario oppure da altre fonti, e un insieme di incentivi per indurre coloro che dovrebbero agire a farlo prima dell'insorgere della crisi. Tuttavia, la questione degli indicatori è spinosa, per le ragioni menzionate in precedenza. Gli eccessi pericolosi si sviluppano generalmente a partire da grandezze fondamentali sane, e non è facile riconoscere quando è stata superata la linea di demarcazione. Sebbene siano stati elaborati vari modelli empirici per prevedere crisi sia di bilancia dei pagamenti sia bancarie, il loro comune difetto è che spesso pronosticano crisi che poi non si verificano. Siffatte incertezze possono contribuire a spiegare la riluttanza delle pubbliche autorità a formulare previsioni a questo riguardo, nonché la scarsa propensione delle agenzie di rating a reagire immediatamente ai primi segni di difficoltà.

Non meno spinosa è la questione degli incentivi ad agire in via preventiva. Si pensi alle crisi messicana e asiatica e al modo in cui si è esplicata la disciplina di mercato. In entrambi i casi i capitali hanno continuato ad affluire sebbene statistiche ampiamente disponibili mostrassero chiaramente che erano aumentati a dismisura, nel primo caso, lo stock di tesobonos e di altre passività a breve scadenza e, nel secondo, il livello del credito bancario internazionale a breve. Questi dati sono stati in genere ignorati, benché nel caso dell'Asia si siano avute anche indicazioni di un ritiro di fondi prima della crisi da parte delle istituzioni finanziarie non bancarie. Vi è l'urgente necessità di studi che aiutino a comprendere attraverso quali meccanismi le banche sono state indotte ad accrescere ulteriormente la loro esposizione verso paesi a riguardo dei quali sussistevano già segnali di allarme, in alcuni casi emananti dalle stesse banche. Una possibile ragione è che le somme in gioco erano relativamente modeste dal punto di vista dei singoli investitori, pur avendo dimensioni pericolose da quello dei mutuatari. Qualora fosse provata l'esistenza di simili esternalità, ciò fornirebbe di per sé un argomento a favore di una qualche forma di intervento pubblico.

Anche a livello dei poteri pubblici ci si deve domandare se le strutture degli incentivi non richiedano miglioramenti, in almeno tre aree. Una possibile spiegazione dell'ordine di grandezza del credito bancario internazionale erogato all'Asia è l'esistenza, sia per i debitori sia per i creditori, di reti di sicurezza pubbliche che sembravano attenuare praticamente qualsiasi forma di rischio. Poiché la maggior parte dei prestiti esteri era stata concessa alle banche nazionali, il normale rischio di credito veniva ad essere ridotto dall'aspettativa di un sostegno governativo. I timori circa il rischio di liquidità potrebbero essere stati mitigati dai vari interventi di assistenza predisposti in passato dalla comunità finanziaria internazionale, per quanto necessarie fossero state all'epoca tali iniziative. E infine, il fatto che i crediti ai paesi asiatici fossero per lo più a breve termine e denominati in valuta estera ha parimenti abbassato la percezione del rischio di mercato.

Una seconda questione concernente i poteri pubblici è se la definizione specifica dei requisiti patrimoniali prudenziali non abbia reso particolarmente attrattivo il credito interbancario a breve. In caso affermativo, dovranno essere riconsiderati i criteri su cui si basa tale definizione. Ci si può infine domandare se siano presenti gli incentivi appropriati, sia nei paesi prestatori che in quelli mutuatari, affinché le autorità di vigilanza stesse agiscano speditamente prima che insorga una crisi. Nella realtà odierna è necessario che gli organi di vigilanza, analogamente alle autorità monetarie, abbiano un chiaro e coerente mandato, dispongano del potere di agire per il perseguimento degli obiettivi e rispondano pubblicamente del proprio operato. Se queste condizioni non sono date – e certamente non lo sono ovunque – anche le autorità di vigilanza possono essere tentate di astenersi dall'intervenire.

Sebbene la crisi asiatica non sia ancora definitivamente superata, è già possibile individuare alcune questioni inerenti al problema della gestione delle crisi. In primo luogo, occorre che gli operatori del settore privato si facciano carico in certa misura di erogare ulteriori crediti ai clienti precedentemente finanziati con eccessiva liberalità. Ciò non solo per evitare problemi di "moral hazard", ma anche per tener conto di una semplice realtà di fatto. I movimenti di capitali hanno assunto tali dimensioni che le risorse del settore pubblico non sono semplicemente sufficienti a colmare tutti i vuoti che si possono determinare allorché gli afflussi di fondi subiscono un'inversione. Si dovrà pertanto prevedere un qualche modo migliore di ripartire gli oneri. In secondo luogo, va anzitutto riconosciuto che la minaccia di una sospensione unilaterale dei pagamenti contribuirebbe a portare più rapidamente le banche al tavolo delle trattative. Questa minaccia sarebbe più credibile ove le organizzazioni finanziarie internazionali annunciassero preventivamente la disponibilità, malgrado l'esistenza di arretrati, a fornire le risorse addizionali necessarie a quei paesi le cui politiche economiche interne fossero giudicate accettabili. I Ministri e i Governatori del Gruppo dei Dieci hanno avallato la proposta che il FMI riconsideri la propria politica per questo rispetto. Infine, dopo la crisi messicana i Sostituiti del G-10 avevano formulato varie raccomandazioni intese a facilitare la gestione delle crisi. Nessuna di queste raccomandazioni è stata finora attuata, il che porta a domandarsi che cosa si possa e si debba fare adesso a tale riguardo.

La risoluzione dei problemi inerenti alla gestione delle crisi continuerà ad essere importante, giacché i meccanismi di prevenzione non potranno mai dare una garanzia di affidabilità totale. Questa affermazione non è dettata da sconforto, bensì da realismo. È auspicabile che essa inciti i responsabili delle politiche non soltanto a raddoppiare gli sforzi per promuovere la stabilità dei prezzi e dei mercati finanziari, ma anche a pianificare in anticipo le proprie reazioni nell'eventualità che la situazione non evolva come essi desiderano. Stante il modo assai spiacevole in cui possono talvolta interagire i fattori economici, politici e sociali, è semplicemente non prudente presumere che tutto vada per il meglio.

Attività della Banca

1. Cooperazione monetaria e finanziaria internazionale

Lo scorso anno la Banca ha continuato a svolgere il suo ruolo tradizionale nel promuovere la cooperazione monetaria internazionale. Essa ha organizzato incontri periodici su una vasta gamma di argomenti attinenti alla stabilità monetaria e finanziaria. La crisi finanziaria nel Sud-Est asiatico è stata al centro di queste riunioni, come si vedrà più dettagliatamente in seguito. Fra gli altri temi trattati figurano, in campo monetario, l'attuazione e le scelte operative della politica monetaria, la politica monetaria e i prezzi delle attività, la conduzione della politica monetaria in un contesto di bassa inflazione. Alcune riunioni sono state inoltre dedicate alle questioni riguardanti la gestione delle riserve valutarie e la risposta delle banche centrali agli attacchi contro le monete. Il dibattito sul modo di rafforzare i sistemi finanziari si è incentrato, tra l'altro, sul ruolo della regolamentazione e dell'informativa nel disciplinare le istituzioni e i mercati, nonché sulle implicazioni dei cambiamenti strutturali nei sistemi finanziari sotto il profilo del rischio sistemico. A questo riguardo, e in considerazione delle modifiche in atto nel quadro istituzionale di diversi paesi, l'interesse si è concentrato anche sul ruolo delle banche centrali nella regolamentazione e sorveglianza delle istituzioni finanziarie e dei mercati. La Banca ha continuato inoltre a ospitare e organizzare le regolari riunioni dei Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci (G-10) sulla congiuntura economica e finanziaria globale.

Il rapido ritmo dell'integrazione finanziaria in atto e la conseguente necessità di estendere la cooperazione finanziaria a un più ampio novero di paesi hanno trovato riscontro nella sempre maggiore partecipazione di funzionari delle banche centrali e di altri organi di vigilanza dei paesi emergenti alle riunioni della Banca. In tale contesto, la crisi finanziaria nel Sud-Est asiatico ha accentuato l'urgenza di porre in atto precedenti iniziative e ha altresì promosso l'adozione di nuove, come la creazione dell'Istituto per la stabilità finanziaria della BRI in risposta alle crescenti esigenze di guida e di formazione nell'applicazione di sani principi in tutte le aree rilevanti per la stabilità finanziaria. La maggiore attenzione rivolta dalla BRI alle economie emergenti si è espressa in altre forme tangibili. Sul versante esterno, la Banca ha concluso i negoziati con il Governo della Repubblica popolare di Cina per l'apertura a Hong Kong di un ufficio di rappresentanza per l'Asia e il Pacifico. Questa rappresentanza, che faciliterà lo sviluppo delle attività della Banca nella regione, si prefigge di intensificare i rapporti e lo scambio di informazioni con le banche centrali e le autorità monetarie dell'area. Sul versante interno, a seguito della riorganizzazione e della razionalizzazione del Segretariato Generale sono state liberate risorse con cui potrà essere rafforzata la capacità del Dipartimento Bancario e del Dipartimento Monetario ed Economico di fornire servizi al più ampio azionariato della Banca.

Come di consueto, la Banca ha partecipato in qualità di osservatore alle riunioni sia del Comitato interinale del Consiglio dei Governatori del Fondo monetario internazionale sia dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali dei paesi del G-10. Essa ha inoltre contribuito ai lavori dei Sostituti dei Ministri e dei Governatori del G-10, cui si farà riferimento in seguito. La Banca ha anche assicurato i servizi di segretariato a vari comitati e gruppi di esperti che si occupano della stabilità monetaria e finanziaria internazionale.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Nell'ambito della sua attività primaria il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha continuato a concentrare la propria azione sullo sviluppo della politica di vigilanza. Con la crescente specializzazione dei mercati finanziari e l'attenuarsi delle barriere tradizionali, il processo di vigilanza è divenuto di gran lunga più complesso. In risposta, le autorità dei paesi del G-10 hanno cercato di rafforzare la disciplina di mercato e di creare un contesto in cui le banche siano incentivate a operare in modo sano e prudente. Di conseguenza, il Comitato di Basilea ha posto crescente enfasi su una maggiore trasparenza di mercato e su sani principi di gestione del rischio. Sono state prese varie iniziative per migliorare l'informativa finanziaria attraverso regolari indagini sull'attività di negoziazione e in strumenti derivati, ed è stato avviato un lavoro preparatorio al fine di conseguire una maggiore omogeneità nella valutazione dei fidi e nel trattamento delle perdite su crediti delle banche. Relativamente alla gestione del rischio, lo scorso anno il Comitato ha pubblicato una serie di documenti che contengono criteri guida per la gestione del rischio di tasso d'interesse, i sistemi di controllo interno, la moneta elettronica e i servizi bancari elettronici.

Negli ultimi mesi il Comitato di Basilea ha dedicato considerevole attenzione alle iniziative che il settore finanziario dovrebbe prendere per predisporre i sistemi informatici al passaggio al nuovo secolo. Dopo aver lanciato un primo monito nel luglio 1997, nel settembre dello stesso anno il Comitato ha pubblicato un dettagliato rapporto sui rischi dell'anno 2000, agli inizi del 1998 ha condotto una rassegna dei preparativi effettuati dalle autorità di vigilanza e dalle banche e nell'aprile 1998, come descritto più oltre, ha copatrocinato una tavola rotonda su questa problematica. Il Comitato di Basilea farà parte del Joint Year 2000 Council, istituito in occasione della tavola rotonda. Esso sta attualmente lavorando alla formulazione di direttive per il controllo da parte delle autorità di vigilanza dell'adeguamento delle banche all'anno 2000 e ha compilato un elenco di riferimento degli organi di vigilanza impegnati nell'affrontare il problema dell'anno 2000, allo scopo di promuovere il coordinamento e la pianificazione di emergenza.

Il Comitato di Basilea ha inoltre continuato a perfezionare l'Accordo sui requisiti patrimoniali. Negli ultimi anni l'attenzione è stata rivolta in via primaria al trattamento del rischio di mercato, per il quale sono stati introdotti coefficienti patrimoniali agli inizi del 1998. Il Comitato ha tuttavia proseguito il regolare monitoraggio dello schema per il rischio di credito e sta attualmente esaminando l'impiego dei modelli di valutazione del rischio di credito da parte delle banche. Nell'aprile 1998 il Comitato ha annunciato la riduzione dei fattori di ponderazione applicabili alle società di intermediazione

mobiliare regolamentate (ma non alle società mobiliari non regolamentate e alle holdings) e ha pubblicato un documento a fini di consultazione sulla compensazione di posizioni in bilancio.

Nella Relazione annuale dello scorso anno era stato descritto l'ampliamento ai paesi esterni al G-10 della sfera di attività del Comitato. Le iniziative avviate in stretta collaborazione con le autorità di vigilanza dei paesi esterni al Gruppo sono sfociate nella pubblicazione dei "Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria" sotto forma di documento propositivo. Al termine del periodo di consultazione, la versione finale del documento è stata presentata ai Ministri e ai Governatori in occasione dell'Assemblea generale del FMI e della Banca Mondiale a Hong Kong.

Approvati i Principi fondamentali, l'attenzione è ora rivolta alla loro applicazione. Come è stato analizzato in modo più approfondito in altre parti di questa Relazione, gli avvenimenti in Asia hanno messo in luce punti di debolezza nei sistemi di vigilanza di molte economie emergenti e sono quindi serviti a sottolineare la rilevanza dei Principi fondamentali per tutti i sistemi bancari. Vi è ora la chiara consapevolezza da parte delle autorità, non solo in Asia ma anche in molti altri paesi, che i Principi fondamentali devono essere applicati tanto nella lettera quanto nello spirito. Al fine di disporre di un consesso adeguato per la discussione dei problemi cui sono confrontati i paesi, il Comitato di Basilea ha istituito un Gruppo di collegamento e un più ampio Gruppo di consultazione dei paesi membri e non membri del G-10. Il Gruppo di collegamento, in cui sono rappresentati circa 20 paesi e nel quale collaborano in veste informale il FMI, la Banca Mondiale e la Commissione europea, ha già predisposto un'indagine dettagliata che dovrà essere condotta nei prossimi mesi. Essa dovrà individuare le misure che le autorità di vigilanza stanno adottando per dare attuazione ai Principi, gli ostacoli che esse incontrano e l'assistenza di cui eventualmente necessitano. I risultati di questa indagine rappresenteranno uno dei due principali temi (oltre al rischio operativo) in discussione alla prossima Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria che si svolgerà nell'ottobre 1998 in Australia e che sarà organizzata dal Comitato di Basilea e dalle autorità di vigilanza australiane.

Il Comitato di Basilea ha continuato a essere attivamente impegnato nel promuovere la cooperazione internazionale tra le autorità di vigilanza bancaria attraverso incontri e contatti personali. La collaborazione con altri organi di regolamentazione del settore finanziario è stata intensificata attraverso il Joint Forum on Financial Conglomerates. Nel febbraio 1998 questo gruppo, composto dalle autorità di vigilanza bancaria, mobiliare e assicurativa, ha pubblicato una serie di documenti a fini di consultazione, in cui vengono affrontati vari aspetti riguardanti la sorveglianza dei conglomerati finanziari. Oltre a ciò, il Comitato di Basilea sta partecipando in misura crescente a dibattiti con altre istituzioni in cui sono rappresentati, tra l'altro, operatori bancari, specialisti del settore finanziario, esperti contabili e associazioni di categoria. Nell'ambito di questo suo più ampio impegno, il Comitato ha preparato un rapporto per i Ministri finanziari del Gruppo dei Sette al Vertice di Birmingham in cui descrive il lavoro che sta compiendo per migliorare la cooperazione prudenziale e per rafforzare la stabilità finanziaria in tutto il mondo.

Comitato permanente per l'euromercato

Nell'ultimo scorcio del 1997 e nei primi mesi del 1998 l'attività del Comitato permanente per l'euromercato si è incentrata sugli sviluppi della crisi finanziaria nel Sud-Est asiatico e sugli insegnamenti che è necessario trarre da tale esperienza. Oltre a seguire la situazione generale, il Comitato ha focalizzato la propria attenzione su tre aspetti specifici della crisi: le implicazioni in termini di possibili miglioramenti nella disponibilità e nell'uso delle informazioni; l'interazione fra le istituzioni locali e il sistema finanziario internazionale; e l'efficacia delle iniziative internazionali di sostegno. A seguito della crisi è stato inoltre deciso che il Comitato svolga una più attiva funzione di monitoraggio delle vulnerabilità sistemiche ed estenda la partecipazione alle sue riunioni anche a banche centrali dei paesi non membri del G-10.

In parte di riflesso alla crisi asiatica, il Comitato ha concordato una serie di proposte volte a migliorare le statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale, una preziosa fonte di informazione sulle esposizioni dei creditori e sul debito esterno dei paesi. Lavorando in stretta consultazione con gli esperti statistici della BRI e delle banche centrali dei paesi membri, il Comitato ha esaminato i possibili miglioramenti in termini di copertura statistica, qualità e tempestività dei dati. Si è deciso di ridurre gli intervalli temporali nella segnalazione dei dati alla BRI e nella loro diffusione al pubblico, di passare a una segnalazione per quanto possibile trimestrale, di indicare le esposizioni sulla base del rischio ultimo e di intensificare gli sforzi volti ad ampliare il novero dei paesi dichiaranti. Questi miglioramenti dovrebbero accrescere l'utilità delle statistiche per le autorità e gli operatori interessati alle esposizioni internazionali nei riguardi di determinati paesi, nonché alla dimensione e alla struttura del loro debito.

Al tempo stesso, il Comitato ha continuato a operare anche in altri ambiti. Nel quadro di una strategia concertata al fine di promuovere la stabilità finanziaria, esso ha esaminato, insieme ad altri consessi che operano a Basilea, l'opportunità e la possibilità di elaborare linee direttrici, norme o criteri internazionali in quattro aree: miglioramento della trasparenza; utilizzo ottimale delle informazioni; concezione e attuazione di reti di sicurezza; e sviluppo in spessore e liquidità dei mercati. Le conclusioni di questo lavoro saranno sottoposte ai Governatori del G-10 nel luglio 1998.

Sono inoltre proseguite le analisi di più lungo periodo degli sviluppi strutturali rilevanti per la stabilità finanziaria. Nel novembre 1997 è stata pubblicata una raccolta di studi sulla misurazione del rischio di mercato aggregato. In dicembre due gruppi di lavoro, il primo sulle implicazioni dei mutamenti strutturali per il rischio sistemico e il secondo sui flussi di capitale e sulle attività di gestione dei portafogli, hanno sottoposto i loro rapporti al Comitato. Nel maggio 1998 un gruppo di studio istituito congiuntamente con il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento per analizzare gli schemi di compensazione e garanzia nei mercati derivati OTC ha presentato ai due Comitati un rapporto preliminare. Agli inizi del 1998 due studi sono stati avviati con la partecipazione delle banche centrali interessate: uno esamina la struttura e il funzionamento dei mercati per le operazioni pronti contro termine in vari paesi, l'altro analizza le determinanti della liquidità del mercato a livello sia

teorico che empirico, in particolare nel segmento dei titoli di Stato. In entrambi i casi si prevede di sottoporre al Comitato i risultati ottenuti nel dicembre 1998.

Nell'aprile 1998 i Governatori delle banche centrali del G-10 hanno nominato Yutaka Yamaguchi, Deputy Governor della Banca del Giappone, quale nuovo Presidente del Comitato permanente per l'euromercato per un periodo di tre anni a partire dal 1° maggio. Yutaka Yamaguchi succede a Toshihiko Fukui, che ha ricoperto la carica di Presidente dal gennaio 1997 fino al suo pensionamento come Senior Deputy Governor della Banca del Giappone nel marzo 1998.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CPSS) ha proseguito l'azione tesa a rafforzare le infrastrutture del mercato finanziario. A tale riguardo, l'attuazione della strategia delle banche centrali del G-10 volta a ridurre il rischio di regolamento nelle operazioni in cambi ha continuato ad avere elevata priorità nel corso dell'anno. Tale strategia, approvata dai Governatori del G-10 agli inizi del 1996, era fondata su tre linee d'azione, che contemplavano raccomandazioni alle singole banche per migliorare la gestione interna dei rischi, l'incoraggiamento alle iniziative del settore privato per realizzare meccanismi multivalutari di regolamento tesi a ridurre il rischio e ulteriori progressi sul fronte dei sistemi di pagamento nazionali. Il CPSS ha proseguito il dialogo con vari gruppi del settore privato impegnati nella messa a punto e nel perfezionamento di schemi di pagamento internazionali. Esso sta predisponendo una valutazione dei risultati finora ottenuti al fine di determinare se sia necessario intraprendere ulteriori iniziative.

La pubblicazione del rapporto del Comitato sui sistemi di regolamento lordo in tempo reale (Real-Time Gross Settlement – RTGS) nel marzo 1997 ha contribuito a migliorare notevolmente, fra gli operatori del mercato e i gestori dei sistemi, la conoscenza di tali procedure nei sistemi interbancari di pagamento per le transazioni di grande ammontare. Attualmente si sta lavorando all'organizzazione di varie conferenze in tutto il mondo, nelle quali gli operatori del mercato e i fornitori di servizi discuteranno le problematiche individuate nel rapporto e le implicazioni per gli operatori economici dell'introduzione e del perfezionamento dei meccanismi interbancari di pagamento. Poiché un numero crescente di paesi non appartenenti al G-10 progetta di introdurre sistemi RTGS in futuro, il rapporto ha contribuito ad assicurare che nella loro architettura tali sistemi tengano conto delle esigenze degli operatori del mercato, delle preoccupazioni delle banche centrali e dei requisiti di altri sistemi di pagamento all'ingrosso, come i sistemi di regolamento per le operazioni in titoli, cui essi potrebbero essere collegati.

In collaborazione con l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), il CPSS continua a promuovere una maggiore trasparenza negli schemi di regolamento delle operazioni in titoli attraverso l'attuazione del "Disclosure Framework for Securities Settlements Systems", pubblicato nel febbraio 1997. Molti gestori hanno fornito informazioni sulle proprie strutture proprietarie, sulle operazioni di custodia, compensazione e regolamento nonché sulle procedure di gestione del rischio. Tali informazioni sono disponibili sul sito Internet della BRI (http://www.bis.org).

In seguito alla pubblicazione nel marzo 1997 di un'analisi eseguita dal Comitato sugli schemi di compensazione per gli strumenti derivati negoziati in borsa, molti organismi di compensazione stanno rivedendo le proprie procedure interne per il controllo dei rischi. In collaborazione con il Comitato permanente per l'euromercato, il CPSS sta estendendo tale analisi agli schemi di compensazione per gli strumenti negoziati fuori borsa, con l'intento di individuare possibili aspetti problematici.

Un gruppo di lavoro congiunto del CPSS e dello IOSCO, composto da funzionari sia dei paesi del G-10 che dei mercati emergenti, ha recentemente condotto un'indagine sui vantaggi del prestito di titoli, come pure sulle procedure di gestione del rischio impiegate dagli operatori in quest'area. L'analisi dei risultati si concentrerà sulle procedure utilizzate per perfezionare le operazioni di prestito di titoli, sull'impatto del contesto economico, legale e regolamentativo su tale attività, sui rischi che possono insorgere nel regolamento di tali operazioni e sulle potenziali implicazioni per le autorità di vigilanza e le banche centrali.

Il Comitato ha istituito un sottogruppo incaricato di eseguire una rassegna dei sistemi di pagamento al dettaglio e delle connesse problematiche. Esso sta individuando e analizzando le tendenze recenti e future nell'utilizzo degli strumenti di pagamento al dettaglio e nei corrispondenti schemi di compensazione e regolamento. Si prevede che una migliore conoscenza del settore dei pagamenti al dettaglio consentirà alle banche centrali del G-10 di valutare le sfide poste dalle innovazioni recenti e attese in quest'area. Per quanto concerne la moneta elettronica, il Comitato, attraverso il suo Segretariato presso la BRI, sta monitorando attentamente gli sviluppi globali nel campo dei prodotti basati su carte elettroniche e applicazioni software.

Come altri consessi internazionali, il CPSS ha preso varie iniziative per migliorare la conoscenza delle importanti questioni collegate all'anno 2000, incoraggiando fra l'altro i gestori dei sistemi di pagamento di tutto il mondo a rendere pubbliche le informazioni sullo stato di avanzamento dei propri sistemi nazionali per il passaggio al nuovo millennio.

Unitamente al Comitato di Basilea, allo IOSCO e all'International Association of Insurance Supervisors (IAIS), il CPSS ha organizzato nell'aprile 1998 una tavola rotonda globale sull'anno 2000, alla quale hanno partecipato alti dirigenti di svariate organizzazioni pubbliche e private appartenenti alle comunità finanziaria, informatica, delle telecomunicazioni e delle imprese. La tavola rotonda ha ribadito che il problema dell'anno 2000 deve continuare a rappresentare una priorità per gli organi direttivi di tali organizzazioni e ha sottolineato che gli organismi pubblici e privati, di comune accordo, dovrebbero concentrare la propria attenzione su un certo numero di importanti questioni e approcci. Tra questi figurano l'esigenza di ampliare i programmi di test esterni, il miglioramento dello scambio di informazioni fra operatori del mercato, venditori di attrezzature e fornitori di servizi, l'incoraggiamento a una maggiore diffusione di informazioni da parte delle società finanziarie e non finanziarie con riguardo alla loro preparazione per l'anno 2000 e ai risultati dei test, la fissazione di convenzioni e pratiche di mercato per fronteggiare eventuali situazioni di emergenza e il rafforzamento del ruolo degli organi di supervisione, come le

autorità di vigilanza e i revisori. Particolare enfasi è stata posta sull'importanza di effettuare test accurati ed esaurienti, sia internamente che esternamente con controparti, in quanto essi rappresentano lo strumento più efficace per assicurare che siano minimizzati i problemi connessi con la transizione al nuovo millennio.

Nel corso della tavola rotonda sono state messe a fuoco numerose iniziative del settore privato intese a promuovere il coordinamento e la cooperazione internazionale con riguardo ai programmi di verifica per l'anno 2000. Per mantenere elevato il livello dell'attenzione fra le autorità di vigilanza e per sostenere le iniziative del settore privato in questo senso, i comitati patrocinanti hanno deciso di istituire il Joint Year 2000 Council, che sarà composto da rappresentanti di alto livello di ciascun comitato e riceverà il supporto del Segretariato del CPSS. Ulteriori dettagli sulla tavola rotonda sono disponibili sul sito Internet della BRI, che fornirà informazioni regolarmente aggiornate sulle attività delle organizzazioni patrocinanti e del Joint Year 2000 Council.

Il Comitato ha ulteriormente intensificato la sua cooperazione con le banche centrali dei paesi esterni al G-10, in particolare delle economie emergenti. Un ampio novero di banche centrali singole e di gruppi regionali di banche centrali sta preparando, con l'assistenza del Segretariato del CPSS, alcune pubblicazioni che descrivono i sistemi di pagamento nei rispettivi paesi o regioni. Il Comitato ha altresì fornito il proprio supporto in occasione di un crescente numero di incontri di lavoro e seminari organizzati dalla BRI in collaborazione con gruppi regionali di banche centrali.

Nel dicembre 1997 il Comitato ha organizzato presso la BRI una conferenza sui sistemi di pagamento per la comunità delle banche centrali. Più di ottanta banche centrali hanno preso parte all'evento, durante il quale vi è stato uno scambio di opinioni sul processo di gestione dei cambiamenti nei sistemi di pagamento. Gli atti della conferenza sono stati pubblicati dalla BRI.

I contributi della BRI al lavoro delle banche centrali dei mercati emergenti

Come rilevato più sopra in questo capitolo, la Banca ha intensificato gli sforzi volti a potenziare i contatti fra le banche centrali delle maggiori economie emergenti e la cooperazione fra tali banche e le loro omologhe dei paesi industriali. Un'importante nuova iniziativa è stata l'organizzazione di due incontri regionali per affrontare questioni strategiche di politica monetaria. Il primo, incentrato sulle problematiche di politica monetaria nei paesi dell'America latina, è stato ospitato dalla Banca del Messico a Città del Messico nel novembre 1997; il secondo incontro si è tenuto a Singapore nel marzo 1998 ed è stato patrocinato dalla Monetary Authority of Singapore. Ad essi hanno partecipato alti funzionari delle banche centrali sia di mercati emergenti che di paesi industriali.

Negli ultimi anni la BRI ha inoltre organizzato riunioni annuali dei Sostituti dei Governatori delle banche centrali dei maggiori mercati emergenti per affrontare argomenti specifici di interesse comune. La riunione del 1997 ha avuto per oggetto i canali di trasmissione della politica monetaria nelle rispettive economie; questo tema è stato ulteriormente discusso dai Governatori delle banche centrali partecipanti, insieme ai Governatori di numerose banche centrali di paesi industriali, in un incontro ad hoc tenuto in occasione dell'Assemblea

generale ordinaria dello scorso anno. Alcuni dei documenti predisposti per questo incontro sono stati pubblicati nella collana dei "Policy Papers" della BRI agli inizi del 1998. Nella riunione di quest'anno i Sostituti dei Governatori hanno esaminato le procedure di politica monetaria adottate dai mercati emergenti. Infine, alla luce del propagarsi delle turbolenze finanziarie in Asia, a metà luglio 1997 alti funzionari delle banche centrali di paesi industriali ed emergenti si sono riuniti presso la BRI per discutere le possibili risposte alle crisi valutarie.

Servizi di coordinamento per le banche centrali e le organizzazioni internazionali

La domanda di assistenza per l'attuazione di politiche appropriate in aree rilevanti per la stabilità finanziaria si è tradotta in una più estesa cooperazione fra la BRI, i comitati che essa ospita e vari gruppi regionali di banche centrali per organizzare seminari e attività di formazione. I gruppi regionali, in particolare CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), EMEAP (Executive Meeting of East Asian and Pacific Central Banks), SEACEN (South-East Asian Central Banks), SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation), GCC (Gulf Cooperation Council) e SADC (Southern African Development Community), hanno assistito la BRI e i principali comitati con sede a Basilea nel diffondere prescrizioni e raccomandazioni fra le banche centrali delle rispettive regioni. Come già in passato, la BRI e i maggiori comitati operanti a Basilea hanno organizzato seminari congiunti con alcuni dei gruppi regionali citati. Si è continuato inoltre a rispondere alle esigenze di assistenza tecnica nei paesi in transizione nell'ambito del Joint Vienna Institute. I seminari, organizzati dalla BRI con il contributo attivo delle banche centrali e degli organi di vigilanza, hanno riguardato la politica monetaria, la vigilanza bancaria, i sistemi di pagamento e regolamento, problematiche legali e la gestione delle riserve.

Per soddisfare le crescenti richieste in queste aree e per rendere più efficienti la programmazione, il coordinamento e lo svolgimento delle attività di formazione, la BRI ha deciso, in un'iniziativa congiunta con il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, di creare l'Istituto per la stabilità finanziaria. Tale istituto, che inizierà a operare nella seconda metà del 1998, avrà essenzialmente tre funzioni: l'organizzazione di seminari ad uso di quadri con funzioni decisionali determinanti nelle banche centrali e negli organi di vigilanza; l'offerta di formazione tecnica su base regionale per i funzionari responsabili dell'attuazione delle politiche; e lo smistamento di informazioni sull'offerta di assistenza tecnica da parte di banche centrali e autorità di vigilanza.

Gruppo di esperti di informatica

Le problematiche connesse con l'anno 2000 sono state il principale argomento di discussione del Gruppo di esperti di informatica. A tale questione è stato dedicato un incontro ad hoc fra le banche centrali dei paesi interni ed esterni al G-10. La maggior parte delle istituzioni aveva iniziato a valutare l'impatto del cambiamento di millennio sui propri sistemi informatici già nel 1996. Ora esse hanno effettuato una stima dettagliata delle modifiche richieste da tali sistemi, hanno preso contatto con i fornitori di hardware e software e hanno avviato il lavoro di adattamento.

Nelle banche centrali della UE, i preparativi per l'euro stanno parimenti richiedendo l'apporto di notevoli risorse informatiche. A causa della scarsa offerta di personale qualificato, dovuta alla domanda generata dal passaggio all'anno 2000 e dall'introduzione dell'euro, varie banche centrali stanno incontrando difficoltà sia nel reperire che nel trattenere personale tecnicamente competente. Un altro importante sviluppo in molte banche centrali è la creazione di siti Web al fine di consentire l'accesso a Internet, diffondere le informazioni al proprio interno nonché renderle disponibili al pubblico e fornire servizi alla clientela.

Gruppo di esperti sulle questioni della banca dei dati monetari ed economici

Il Gruppo di esperti sulle questioni della banca dei dati monetari ed economici ha focalizzato la propria attenzione sulle sfide connesse con l'anno 2000, l'Unione monetaria europea e la possibilità di estendere senza rischi lo scambio di informazioni elettroniche fra le banche centrali alla trasmissione di dati, documenti, registrazioni audio e immagini video. In aggiunta, il Gruppo ha affrontato le questioni concernenti un nuovo schema internazionale standardizzato per lo scambio telematico di informazioni statistiche, e le banche centrali ivi rappresentate hanno sollecitato il coordinamento delle attività in quest'area con altre organizzazioni internazionali. In risposta alle crescenti richieste di una maggiore copertura globale delle statistiche e all'interesse mostrato da nuove istituzioni verso gli accordi per lo scambio di informazioni che si avvalgono dei servizi di banca dati offerti dalla BRI, si è convenuto sulla necessità di prendere iniziative volte ad ampliare la partecipazione delle banche centrali nel quadro di tali accordi. Il Gruppo ha altresì esaminato i cambiamenti nell'utilizzo dei computer da parte degli economisti e degli statistici delle banche centrali, in particolare quelli che offrono opportunità di migliorare l'efficienza nella gestione di banche dati e delle tecniche di analisi.

I contributi della BRI al lavoro del Gruppo dei Dieci

La BRI ha continuato a fornire il proprio contributo al lavoro intrapreso dai Ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del G-10, dai loro Sostituti e dai gruppi di lavoro istituiti sotto i loro auspici. Tre argomenti principali sono stati oggetto di considerazione nel periodo sotto rassegna. In primo luogo, si è proceduto a un'accurata valutazione delle implicazioni macroeconomiche e finanziarie dell'invecchiamento della popolazione, poiché si riconosce ormai che tale fattore è destinato ad avere profonde ripercussioni sul benessere economico negli anni a venire. L'esigenza di agire è urgente, perché quanto più a lungo viene differito l'aggiustamento tanto più gravoso sarà l'onere per i governi e i singoli individui. I Ministri e i Governatori hanno sottolineato l'importanza di consolidare le finanze pubbliche in tempi appropriati, nonché di accrescere la capitalizzazione delle pensioni pubbliche e hanno altresì incoraggiato l'adozione di schemi pensionistici privati capitalizzati come mezzo per incrementare il risparmio nazionale. Essi hanno inoltre evidenziato l'esigenza di rafforzare le infrastrutture, aumentare la trasparenza e migliorare i meccanismi di sorveglianza nel settore finanziario, come pure di eliminare le barriere ai flussi internazionali di capitali per assicurare che i risparmi previdenziali siano investiti in modo sicuro ed efficiente.

Un secondo argomento rimasto al centro dell'attenzione riguarda la prevenzione e la gestione delle crisi. I Ministri e i Governatori hanno messo in luce l'urgenza di elaborare approcci innovativi per conseguire un più stretto e sollecito coinvolgimento del settore privato nella gestione e nella risoluzione delle crisi, nonché per contenere il pericolo di "moral hazard". Anche una maggiore trasparenza e circolazione delle informazioni è di importanza cruciale, sia per prevenire lo scoppio delle crisi sia per consentirne, eventualmente, una pronta risoluzione.

La crisi asiatica ha inoltre mostrato quanto sia importante rafforzare i sistemi finanziari nelle economie emergenti. Ancor prima che la crisi scoppiasse, una strategia concertata per potenziare i sistemi finanziari dei mercati emergenti era stata elaborata congiuntamente da rappresentanti di tali mercati e dei paesi del G-10. Tale strategia verte su tre elementi essenziali: sane politiche macroeconomiche e strutturali, efficace disciplina di mercato esercitata da controparti informate, rigorosa vigilanza e regolamentazione a sostegno di tale disciplina. Essa delinea altresì una suddivisione dei compiti fra tutte le parti interessate, ossia le autorità nazionali, le istituzioni finanziarie internazionali e i gruppi internazionali di esperti. La priorità per l'immediato futuro consiste nell'assicurare che tale strategia venga attuata, ovvero nell'assicurare che siano creati incentivi al cambiamento, che si presti maggiore attenzione alla stabilità finanziaria nella sorveglianza multilaterale e regionale e che si fornisca l'assistenza e la formazione tecnica necessarie.

2. Funzioni di Agente e di Fiduciario

Durante lo scorso esercizio la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Agente e di Fiduciario connesse a regolamenti finanziari internazionali.

Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ecu privati

Dall'ottobre 1986 la Banca espleta le funzioni di Agente del sistema di compensazione e di regolamento delle operazioni in ecu privati, in conformità dei successivi accordi stipulati tra l'Associazione bancaria per l'euro (ABE), in precedenza Associazione bancaria per l'ecu, di Parigi e la BRI, il più recente dei quali è stato siglato ed è entrato in vigore il 16 settembre 1996. Una descrizione della struttura e operatività del sistema di compensazione è contenuta nella 56ª Relazione annuale del giugno 1986. Nel periodo in esame otto ulteriori istituzioni hanno ottenuto dall'ABE lo status di banca di compensazione, mentre una si è ritirata dal sistema in seguito alla sua fusione con un'altra banca di compensazione. Il numero complessivo delle banche di compensazione dell'ecu è pertanto salito a 56 a fine maggio 1998. Si prevede che ulteriori 11 banche entreranno a far parte del sistema di compensazione e di regolamento nel corso dell'estate 1998.

Fiduciario per i prestiti governativi internazionali

Con riferimento alle obbligazioni di consolidamento 1990–2010 dei Prestiti Dawes e Young, la Deutsche Bundesbank, in qualità di Agente di pagamento per

tutte le obbligazioni smaterializzate delle varie emissioni di Prestiti Dawes e Young, ha notificato alla Banca di aver versato ai detentori di obbligazioni circa DM 2,8 milioni a titolo di rimborso alla data di scadenza del 3 ottobre 1997, nonché DM 6,6 milioni per il pagamento degli interessi alle date di scadenza del 3 aprile e del 3 ottobre 1997 e degli interessi arretrati. I valori di rimborso e i fattori di conversione ricalcolati per le summenzionate date di scadenza degli interessi sono stati pubblicati nella Gazzetta federale dall'Amministrazione tedesca del debito federale (Bundesschuldenverwaltung).

In merito all'applicazione della clausola di garanzia di cambio per il Prestito Young da parte dell'Amministrazione tedesca del debito federale, la Banca ha reiterato le sue precedenti riserve, riportate nella 50ª Relazione annuale del giugno 1980, che si applicano anche alle obbligazioni di consolidamento 1990–2010. Gli Agenti di pagamento sono stati invitati a prendere adeguate misure precauzionali al fine di salvaguardare i diritti degli obbligazionisti.

Per maggiori dettagli su queste obbligazioni e sulle funzioni della Banca si rimanda alla 63ª Relazione annuale del giugno 1993.

Depositario di garanzie per le obbligazioni brasiliane

Ai sensi dei due Contratti di pegno siglati il 15 aprile 1994, la BRI agisce in qualità di Depositario per la detenzione e l'investimento dei valori costituiti in garanzia a beneficio dei detentori di determinate obbligazioni in dollari USA con scadenza a quindici o trenta anni, emesse dal Brasile nel quadro degli accordi di ristrutturazione del debito esterno conclusi nel novembre 1993.

Depositario di garanzie per le obbligazioni peruviane

Analogamente, ai sensi degli Accordi del 7 marzo 1997, la BRI esercita le funzioni di Depositario per la detenzione e l'investimento dei valori costituiti in garanzia a beneficio dei detentori di determinate obbligazioni in dollari USA con scadenza a venti o trenta anni, emesse dal Perù nel quadro degli accordi di ristrutturazione del debito esterno conclusi nel novembre 1996.

Depositario di garanzie per le obbligazioni della Côte d'Ivoire

Ai sensi degli Accordi del 31 marzo 1998, la BRI esercita parimenti le funzioni di Depositario per la detenzione e l'investimento dei valori costituiti in garanzia a beneficio dei detentori di determinate obbligazioni in dollari USA e in franchi francesi con scadenza a venti o trenta anni, emesse dalla Côte d'Ivoire nel quadro degli accordi di ristrutturazione del debito esterno conclusi nel maggio 1997.

3. Assistenza finanziaria alle banche centrali

Oltre ad aver accordato vari crediti bilaterali a breve termine a banche centrali clienti, nell'esercizio sotto rassegna la Banca ha partecipato a un'iniziativa multilaterale del G-10 e di alcuni altri paesi asiatici ed europei per fornire, ove necessario, liquidità alla Banca di Thailandia sotto forma di credito di prefinanziamento a breve. Le facilitazioni apprestate a tal fine non sono state attivate e si sono frattanto estinte.

4. Cooperazione con le commissioni ufficiali nelle ricerche sulle attività nel periodo bellico – Apertura degli archivi della BRI

In connessione con il perdurante interesse per la questione degli averi sottratti durante la Seconda guerra mondiale, la Banca ha continuato a collaborare pienamente a tutte le indagini ufficiali, e in particolare a quelle condotte dalla Commissione indipendente di esperti: "Svizzera – Seconda guerra mondiale" (Commissione Bergier) e dal governo degli Stati Uniti: "U.S. and Allied Efforts to recover and restore Gold and other Assets stolen or hidden by Germany during World War II", coordinata da Stuart E. Eizenstat, Sottosegretario al Commercio per gli scambi internazionali degli Stati Uniti. La Banca ha fornito informazioni dettagliate sulle transazioni in oro effettuate durante il periodo bellico con la Reichsbank, nonché sulle spedizioni e sugli scambi di oro in due rapporti certificati da Coopers & Lybrand. Questi rapporti sono stati messi a disposizione del pubblico e sono consultabili sul sito Internet della BRI (http://www.bis.org). La Banca ha anche presentato un documento alla Conferenza di Londra sull'oro nazista, svoltasi il 2–4 dicembre 1997.

La decisione del Consiglio di amministrazione nell'aprile 1997 di aprire gli archivi della BRI è stata attuata in due fasi. Nel luglio 1997 un certo numero di documenti basilari sulle attività della Banca durante la guerra sono stati resi accessibili ai ricercatori. Dal 1° marzo 1998 tutti gli archivi della BRI che risalgono a oltre trent'anni sono stati aperti al pubblico per consultazione, su richiesta, presso la sede della BRI.

5. Operazioni del Dipartimento Bancario

Al 31 marzo 1998 il totale di bilancio ammontava a 62 450 milioni di franchi oro. Ciò rappresenta una flessione di 4 343 milioni di franchi oro, ossia del 6,5% rispetto al totale di 66 793 milioni registrato l'anno precedente. Oltre il 40% di questa contrazione è dovuta a fattori di cambio, in quanto il rafforzamento del dollaro USA nel corso dell'esercizio ha contribuito a deprimere il valore di altre valute in termini di franchi oro. A tassi di cambio costanti di fine marzo 1997, il totale di bilancio al termine dell'esercizio finanziario 1997/98 sarebbe ammontato a circa 64 miliardi di franchi oro.

Passivo

A fine esercizio i depositi ricevuti in oro e in valute ammontavano a 57 497 milioni di franchi oro contro 61 422 milioni nell'esercizio precedente. I depositi in oro, che sono diminuiti di 362 milioni di franchi oro, scendendo a 3 474 milioni, concorrono per il 6% del totale contro il 6,2% dell'anno precedente. I depositi in valute sono calati di circa 3,6 miliardi di franchi oro nel periodo in esame e si ragguagliavano a fine esercizio a 54 024 milioni di franchi oro. Il volume dei depositi in valute tende a essere instabile, in quanto molte banche centrali fanno intenso uso delle facilitazioni bancarie della BRI per gestire la propria liquidità. Anche se a fine marzo 1998 tali depositi erano scesi al più basso livello registrato alla fine di un mese durante il trascorso esercizio, il volume

medio, misurato su base giornaliera, ha superato del 4% quello dell'esercizio finanziario 1996/97.

Gran parte della contrazione dei depositi in valute è derivata da prelievi di dollari USA (circa 2,3 miliardi di franchi oro) e, in minor misura, di sterline. Nondimeno, la composizione valutaria complessiva delle risorse esterne è cambiata solo di poco durante l'esercizio: al 31 marzo 1998 il dollaro USA concorreva per il 62,1% del totale (espresso in franchi oro) contro il 61,6% dell'anno precedente. Del pari, la quota dei depositi in marchi tedeschi si è mantenuta stabile al 20,7% rispetto al 20,5% alla fine dell'esercizio precedente.

I depositi delle banche centrali hanno raggiunto un ammontare di 50 468 milioni di franchi oro, corrispondente al 93,4% del totale delle risorse esterne a fine marzo 1998 contro il 94% dell'anno precedente. I fondi collocati da altri depositanti (prevalentemente istituzioni finanziarie internazionali) ammontavano a 3 555 milioni di franchi oro (pari al 6,6% del totale) a fronte di 3 425 milioni (6,0%) al 31 marzo 1997.

Attivo

La Banca conduce le sue operazioni secondo criteri improntati alla massima prudenza al fine di salvaguardare la sicurezza e la liquidità dei depositi che le sono stati affidati; i rischi di credito, di trasformazione delle scadenze e di cambio sono soggetti a rigoroso monitoraggio e controllo.

Con una contrazione di 4 056 milioni di franchi oro sull'esercizio precedente, le attività in valuta hanno raggiunto un totale di 58 032 milioni al 31 marzo 1998 contro 62 088 milioni a fine marzo 1997. Queste attività rappresentano depositi collocati presso primarie istituzioni finanziarie di fama internazionale, nonché titoli negoziabili a breve termine, compresi buoni del Tesoro. La Banca ha inoltre effettuato anticipazioni a breve a banche centrali con e senza garanzia collaterale; a fine marzo 1998, tuttavia, il totale di tali anticipazioni in essere ammontava a soli 52 milioni di franchi oro. I fondi propri della Banca sono detenuti in gran parte in oro o investiti in titoli di Stato emessi dai principali paesi industriali.

Le attività in oro della Banca sono scese da 4 504 a 4 159 milioni di franchi oro durante l'esercizio finanziario 1997/98 principalmente a seguito della flessione dei depositi in oro ricevuti.

La Banca fa anche ricorso ad alcuni strumenti derivati, essenzialmente al fine di gestire i fondi propri in modo più efficiente e di coprire i rischi sui fondi assunti a prestito (si veda la nota 7a della Situazione patrimoniale).

6. Utile netto e sua ripartizione

I conti relativi al sessantottesimo esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1998 presentano un risultato netto di gestione di 259 160 599 franchi oro a fronte di 203 289 449 franchi oro per l'esercizio precedente. Hanno contribuito alla crescita degli utili l'aumento dei proventi da intermediazione e del reddito prodotto dal collocamento di fondi propri. Quest'ultima componente va attribuita per intero all'accresciuto volume medio dei fondi propri, dopo l'emissione

di nuove azioni nella seconda parte dell'esercizio precedente. Per quanto riguarda i proventi da intermediazione delle risorse esterne, l'aumento va ascritto sia a una modesta crescita del loro volume medio in corso d'esercizio sia a un certo miglioramento dei margini complessivi ottenuti sull'intermediazione dei depositi. Un altro fattore che ha concorso alla crescita dell'utile netto è stata la decisione del Consiglio di amministrazione della Banca di ridurre ulteriormente l'ammontare accantonato a fronte dei rischi bancari e di altre contingenze.

Il risultato del presente esercizio è al netto delle spese di amministrazione ammontate a 55 701 805 franchi oro, con una flessione dell'8% rispetto all'importo di 60 530 595 franchi oro dell'esercizio precedente. Questa contrazione è dovuta per intero agli effetti di valutazione risultanti dal significativo deprezzamento del franco svizzero in termini di franchi oro nel corso dell'esercizio. In termini di franchi svizzeri, moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca, l'aumento dei costi è stato del 3%.

In considerazione della prossima modifica della metodologia contabile in base alla quale a decorrere dall'esercizio 1998/99 verranno capitalizzati e ammortizzati i terreni, immobili e arredi della Banca, il Consiglio di amministrazione ha deciso di cessare i trasferimenti all'Accantonamento per immobili e all'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature. I saldi non utilizzati su questi fondi saranno accreditati nel nuovo esercizio finanziario all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione. Per tale ragione, nessun accantonamento a quest'ultimo fondo è stato effettuato dall'utile netto per l'esercizio 1997/98.

In conformità dell'Articolo 51 dello Statuto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire l'utile netto di 259 160 599 franchi oro nel modo seguente:

(i) un importo di 52 549 459 franchi oro per il pagamento di un dividendo di 300 franchi svizzeri per azione (il dividendo pagabile sulle 40 nuove azioni emesse durante l'esercizio finanziario 1997/98 sarà liquidato pro rata tempore in base alla data di sottoscrizione);
(ii) un importo di 41 322 228 franchi oro al Fondo di riserva generale;
(iii) un importo di 3 000 000 di franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
(iv) un importo di 162 288 912 franchi oro, che rappresenta il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo potrà 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 1998 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1998.

La Situazione patrimoniale, il Conto profitti e perdite, nonché un prospetto riassuntivo delle variazioni del capitale versato e delle riserve della Banca nel corso dell'esercizio sono riportati alla fine della presente Relazione. I conti della Banca sono stati certificati dai Revisori Price Waterhouse, i quali hanno confermato che la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, unitamente alle note riportate alle pagine 212–217, forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca al 31 marzo 1998, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a quella data. La relazione dei Revisori è riportata in calce al Bilancio.

7. Aumento del numero delle banche centrali azioniste

Dopo l'invito rivolto nel precedente esercizio a nove banche centrali a diventare membri della BRI, nel maggio 1997 altre quattro banche centrali – la Banca Centrale di Bosnia ed Erzegovina, la Banca Nazionale di Croazia (che ha assunto la nuova denominazione di Banca Nazionale Croata), la Banca Nazionale della Repubblica di Macedonia e la Banca di Slovenia – sono state invitate dal Consiglio di amministrazione a sottoscrivere azioni della terza tranche del capitale della BRI. Alla fine del 1997 tutte le quattro istituzioni avevano accolto l'offerta del Consiglio, diventando quindi membri della BRI.

8. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione

Nel giugno 1997 il Consiglio ha eletto Nout H. E. M. Wellink, Presidente della De Nederlandsche Bank, alla carica di membro del Consiglio ai sensi dell'Articolo 27(3) dello Statuto. Nel settembre 1997 il Consiglio ha rinnovato per un ulteriore periodo di tre anni i mandati di Gordon G. Thiessen, Governatore della Banca del Canada, e di Yasuo Matsushita, Governatore della Banca del Giappone, in qualità di membri del Consiglio, sempre ai sensi dell'Articolo 27(3) dello Statuto. Nello stesso tempo Alan Greenspan, Presidente del Consiglio dei Governatori del Sistema della Riserva federale, ha rinnovato la nomina di William J. McDonough a Consigliere in base all'Articolo 27(2) dello Statuto. Analogamente, la nomina di Hervé Hannoun è stata rinnovata da Jean-Claude Trichet, Governatore della Banca di Francia, nel novembre 1997. Nel marzo 1998 il mandato di Hans Meyer in qualità di membro del Consiglio ai sensi dell'Articolo 27(3) dello Statuto si è concluso ed è stato rinnovato per un ulteriore triennio. Il 20 marzo 1998 Yasuo Matsushita ha dato le dimissioni dalla carica di Governatore della Banca del Giappone e in aprile il Consiglio ha eletto il suo successore, Masaru Hayami, alla carica di Consigliere per la restante durata del mandato. Tra i secondi Sostituti dei membri di diritto del Consiglio vi sono stati tre cambiamenti. Nel luglio 1997 Alfons Verplaetse, Governatore della Banca Nazionale del Belgio, ha designato Marcia De Wachter. Nel novembre 1997 Jean-Claude Trichet ha sostituito Armand Pujal con Marc-Olivier Strauss-Kahn e nell'aprile 1998 Eddie George, Governatore della Banca d'Inghilterra, ha sostituito Terry Smeeton con Clifford Smout.

La Banca ha appreso con profondo cordoglio la notizia della scomparsa di due ex membri del Consiglio di amministrazione. Robert Vandeputte è deceduto il 18 novembre 1997 all'età di 89 anni. Vandeputte, Governatore della Banca Nazionale del Belgio dal 1971 al 1975, era stato membro del Consiglio dal gennaio 1971 al febbraio 1975. Markus Lusser, Presidente della Direzione Generale della Banca Nazionale Svizzera e membro del Consiglio dal maggio 1988 all'aprile 1996, è deceduto il 21 aprile 1998 all'età di 67 anni.

La Banca è stata inoltre rattristata dalla notizia della scomparsa di Horst Bockelmann, avvenuta il 12 aprile 1998 all'età di 67 anni. Bockelmann aveva lasciato la Banca alla fine dell'aprile 1995 dopo aver ricoperto per dieci anni la carica di Consigliere Economico e Capo del Dipartimento Monetario ed Economico.

Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite

al 31 marzo 1998

Situazione patrimoniale al 31 marzo 1998

(in franchi oro – si veda la Nota 2a) relativa ai Conti)

1997	Attivo	1998
	Oro	
3 547 261 289	Detenuto in barre	*3 037 168 543*
956 662 444	Depositi vincolati e anticipazioni	*1 122 386 712*
4 503 923 733		4 159 555 255
384 413 644	Cassa in contanti e conti a vista presso banche	7 776 756
2 813 409 132	Buoni del Tesoro	1 863 872 732
	Depositi vincolati e anticipazioni in valute	
34 201 692 134	Fino a 3 mesi	*25 267 793 274*
8 153 458 323	Oltre 3 mesi	*9 594 385 217*
42 355 150 457		34 862 178 491
	Titoli acquistati pronti contro termine	
884 172 425	Fino a 3 mesi	*2 696 998 195*
–	Oltre 3 mesi	*83 973 665*
884 172 425		2 780 971 860
	Titoli di Stato e altri titoli	
2 557 365 140	Fino a 3 mesi	*3 024 906 378*
13 093 749 660	Oltre 3 mesi	*15 492 166 080*
15 651 114 800		18 517 072 458
200 780 130	Partite varie	258 747 077
1	Terreno, immobili e arredi	1
66 792 964 322		62 450 174 630

Dopo la ripartizione dell'utile netto di esercizio 1997	Passivo	Prima della ripartizione dell'utile netto di esercizio 1998	Dopo la ripartizione dell'utile netto di esercizio 1998
323 203 125	Capitale versato	323 228 125	323 228 125
2 061 783 924	Riserve	2 061 913 884	2 268 525 024
351 129 995	Rettifiche di valore	247 188 455	247 188 455
	Depositi (in oro)		
3 471 145 991	A vista	*3 010 120 795*	*3 010 120 795*
186 971 696	Fino a 3 mesi	*309 454 649*	*309 454 649*
178 283 536	Oltre 3 mesi	*154 169 729*	*154 169 729*
3 836 401 223		3 473 745 173	3 473 745 173
	Depositi (in valute)		
2 166 693 892	A vista	*3 388 447 478*	*3 388 447 478*
54 399 781 897	Fino a 3 mesi	*48 774 372 346*	*48 774 372 346*
1 019 098 838	Oltre 3 mesi	*1 860 721 733*	*1 860 721 733*
57 585 574 627		54 023 541 557	54 023 541 557
	Titoli ceduti pronti contro termine		
674 774 848	Fino a 3 mesi	30 730 705	30 730 705
252 630 204	Sistema pensionistico del personale	256 984 348	256 984 348
1 658 685 453	Partite varie	1 773 681 784	1 773 681 784
	Conto profitti e perdite	259 160 599	
48 780 923	Dividendo pagabile il 1° luglio		52 549 459
66 792 964 322		62 450 174 630	62 450 174 630

Conto profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1998
(in franchi oro)

	1997	1998
Interessi e sconti attivi e altri proventi di gestione	3 524 961 970	3 823 693 826
Meno: interessi e sconti passivi	3 261 141 926	3 508 831 422
Interessi netti e altri proventi di gestione	263 820 044	314 862 404
Meno: spese di amministrazione		
Consiglio di amministrazione	*1 328 950*	*1 244 034*
Direzione e personale	*42 944 303*	*39 425 067*
Funzionamento degli uffici e altre spese	*16 257 342*	*15 032 704*
	60 530 595	55 701 805
Risultato netto di gestione	203 289 449	259 160 599
Meno: importi trasferiti allo		
Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione	*3 000 000*	—
Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature	*6 000 000*	—
	9 000 000	—
Utile netto dell'esercizio finanziario	194 289 449	259 160 599
Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale che l'utile netto dell'esercizio chiuso il 31 marzo 1998 sia ripartito, ai sensi dell'Articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:		
Dividendo: 300 franchi svizzeri per azione su 517 125 azioni (1997: 280 franchi svizzeri)	*48 780 923*	*52 546 623*
su 40 azioni di nuova emissione (pro rata tempore in base alla data di sottoscrizione)	—	*2 836*
	48 780 923	52 549 459
	145 508 526	206 611 140
Trasferimento al Fondo di riserva generale	41 018 778	41 322 228
	104 489 748	165 288 912
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi	3 000 000	3 000 000
	101 489 748	162 288 912
Trasferimento al Fondo di riserva libero	101 489 748	162 288 912
	—	—

Variazioni del capitale versato e delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1998
(in franchi oro)

I. Capitale versato

	Numero di azioni	Franchi oro
Azioni di 2 500 franchi oro, versate per il 25%:		
Situazione al 1° aprile 1997	517 125	323 203 125
Azioni emesse durante l'esercizio finanziario 1997/98	40	25 000
Situazione al 31 marzo 1998 come da bilancio	517 165	323 228 125

II. Evoluzione dei fondi di riserva

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero	Totale dei fondi di riserva
Situazione al 1° aprile 1997, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1996/97	32 320 313	974 876 936	59 530 055	995 056 620	2 061 783 924
Più: ripartizione del sovrapprezzo sull'emissione di 40 nuove azioni	2 500	127 460	—	—	129 960
Situazione al 31 marzo 1998, prima della ripartizione dell'utile netto	32 322 813	975 004 396	59 530 055	995 056 620	2 061 913 884
Più: ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1997/98	—	41 322 228	3 000 000	162 288 912	206 611 140
Situazione al 31 marzo 1998 come da bilancio	32 322 813	1 016 326 624	62 530 055	1 157 345 532	2 268 525 024

III. Il capitale versato e i fondi di riserva al 31 marzo 1998 (dopo le suddette ripartizioni) erano rappresentati da:

	Capitale versato	Fondi di riserva	Totale capitale e riserve
Attività nette in			
Oro	323 288 125	338 732 750	661 960 875
Valute	—	1 929 792 274	1 929 792 274
Situazione al 31 marzo 1998 come da bilancio	323 288 125	2 268 525 024	2 591 753 149

Note relative ai Conti

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1998

1. Introduzione

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) è un'istituzione finanziaria internazionale costituita in applicazione dell'Accordo dell'Aia del 20 gennaio 1930. La Banca ha sede a Basilea, Svizzera. Gli scopi della BRI, secondo quanto disposto nell'Articolo 3 del suo Statuto, sono: promuovere la cooperazione tra le banche centrali, fornire facilitazioni aggiuntive per le operazioni finanziarie internazionali e operare come mandataria (trustee) o come Agente in regolamenti finanziari internazionali. Attualmente quarantacinque banche centrali sono membri della Banca ed esercitano i diritti di rappresentanza e di voto alle Assemblee generali in proporzione al numero di azioni della BRI emesse nei rispettivi paesi. Il Consiglio di amministrazione è formato dai Governatori delle banche centrali di Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti d'America, Svezia e Svizzera, nonché dai consiglieri nominati da sei di questi paesi.

I conti per l'esercizio finanziario 1997/98 sono presentati in una veste approvata dal Consiglio di amministrazione in conformità all'Articolo 49 dello Statuto della Banca.

2. Criteri contabili rilevanti

a) Unità di conto e conversione delle posizioni in valute

L'unità di conto della Banca è il franco oro, che è pari a $USA 1,941 49... . L'Articolo 4 dello Statuto della Banca definisce il franco oro (abbreviato in FO) come equivalente a 0,290 322 58... grammi di oro fino. Le posizioni che rappresentano attività in oro sono convertite in franchi oro sulla base del peso di fino. Le posizioni denominate in dollari USA sono convertite in franchi oro in base al prezzo di $USA 208 per oncia di oro fino (questo prezzo è stato stabilito dal Consiglio di amministrazione nel 1979 e determina un fattore di conversione di 1 franco oro = $USA 1,941 49...). Le posizioni denominate in altre valute sono convertite in dollari USA ai tassi di cambio a pronti di mercato alla data di chiusura dei conti, e quindi convertite in franchi oro sulla base della predetta equivalenza.

Le differenze di cambio derivanti dalla conversione di attività e passività in valuta denominate in monete diverse dal dollaro sono portate al conto Rettifiche di valore.

Il saldo netto delle differenze di cambio risultanti dalla conversione di contratti a termine e swaps di valute è incluso nelle Partite varie attive o passive.

b) Base di valutazione e determinazione dell'utile

Se non indicato altrimenti, i conti della Banca sono tenuti ai valori storici, e i costi e ricavi sono registrati su una base di competenza. Gli utili e le perdite

sono determinati mensilmente, convertiti in dollari USA al tasso di cambio a pronti di mercato alla fine di ciascun mese e convertiti in franchi oro come dianzi descritto; gli utili mensili così calcolati determinano cumulativamente il risultato dell'esercizio.

Gli utili e le perdite risultanti dalla vendita di titoli del portafoglio di investimento sono iscritti nel fondo oscillazione titoli, che è incluso nelle Partite varie passive. I saldi attivi accumulati in questo fondo sono ammortizzati nel Conto profitti e perdite su un periodo di tempo corrispondente alla vita residua media del portafoglio di investimento della Banca; un eventuale saldo netto passivo a fine esercizio sarebbe immediatamente imputato al Conto profitti e perdite.

c) *Oro*

Le attività e passività in oro sono valutate in base al peso di fino.

d) *Buoni del Tesoro; Titoli di Stato e altri titoli*

I Buoni del Tesoro e i Titoli di Stato e altri titoli sono iscritti al valore di acquisto, più gli eventuali interessi maturati, corretto per l'ammortamento del premio o sconto sul periodo di vita residua; gli interessi e sconti attivi comprendono tali quote di ammortamento.

e) *Depositi vincolati e anticipazioni in valute*

I depositi vincolati e le anticipazioni sono iscritti al valore nominale più gli interessi maturati.

f) *Titoli acquistati pronti contro termine*

I titoli acquistati mediante operazioni pronti contro termine sono iscritti in base all'ammontare corrisposto alla controparte più gli interessi maturati. Negli esercizi precedenti questi titoli erano compresi sotto la voce Buoni del Tesoro, Titoli di Stato e altri titoli. Le cifre per il 1997 sono state ricalcolate corrispondentemente.

g) *Terreno, immobili e arredi*

Sono iscritti al valore di 1 franco oro. Finora gli esborsi in conto capitale per terreno, immobili e arredi sono stati imputati all'Accantonamento per immobili o all'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature. A partire dall'esercizio 1998/99, la voce Terreno, immobili e arredi sarà iscritta al valore di costo, dedotto l'ammortamento. Questa futura modifica è descritta in maggior dettaglio al successivo punto m).

h) *Rettifiche di valore*

Il conto Rettifiche di valore accoglie le differenze di cambio descritte al punto a); queste variazioni di valutazione si riferiscono essenzialmente alla quota dei fondi propri della Banca detenuta in valute diverse dal dollaro USA.

i) *Depositi*

I depositi costituiscono attività scritturali nei confronti della Banca e sono iscritti al valore nominale più gli interessi maturati. Alcune di tali attività sono

emesse a sconto rispetto al valore pagabile alla scadenza del deposito; in questi casi il trattamento contabile è analogo a quello applicato ai titoli a scadenza determinata detenuti dalla Banca (si veda il precedente punto d).

j) Titoli ceduti pronti contro termine

I titoli ceduti mediante operazioni pronti contro termine sono iscritti in base all'ammontare ricevuto dalla controparte più gli interessi maturati. Negli esercizi precedenti questi titoli erano compresi sotto la voce Depositi (in valute). Le cifre per il 1997 sono state ricalcolate corrispondentemente.

k) Sistema pensionistico del personale

Il Sistema pensionistico del personale rappresenta le obbligazioni della Banca nei confronti dei suoi attuali dipendenti e pensionati, sulla base della raccomandazione annuale del consulente attuariale.

l) Accantonamenti

(i) Generale

Il Consiglio di amministrazione destina ogni anno un ammontare all'Accantonamento per rischi bancari e altre contingenze; questo accantonamento è incorporato nelle Partite varie passive.

(ii) Specifici

Negli anni precedenti il Consiglio di amministrazione aveva destinato parte del risultato netto di gestione della Banca ai seguenti fondi:

1. Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione
2. Accantonamento per immobili
3. Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature.

Nell'esercizio 1997/98 non sono stati effettuati trasferimenti agli accantonamenti specifici, in considerazione della prevista modifica nella metodologia contabile applicata alla voce Terreno, immobili e arredi (si veda il successivo punto m).

m) Modifica della metodologia contabile nell'esercizio 1998/99

Nel prossimo esercizio la voce Terreno, immobili e arredi sarà iscritta in bilancio ai costi storici, dedotto l'ammortamento cumulativo per gli anni di detenzione delle attività. Questa modifica farà aumentare il valore iscritto in bilancio a fronte della voce Terreno, immobili e arredi di un importo pari a circa 90 milioni di franchi oro; tale ammontare andrà ad aggiungersi alle riserve della Banca. Inoltre, a partire dall'esercizio 1998/99 il Conto profitti e perdite comprenderà la quota di ammortamento invece dei trasferimenti agli accantonamenti specifici.

I saldi non utilizzati dell'Accantonamento per immobili e dell'Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature saranno accreditati nel 1998/99 all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione.

Note relative alla Situazione patrimoniale

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1998

1. Disponibilità in oro

La seguente tabella mostra la composizione delle disponibilità complessive della Banca in oro:

Attivo	*1997*	1998
Oro in barre detenuto presso banche centrali	*3 547 261 289*	3 037 168 543
Depositi in oro a termine:		
Fino a 3 mesi	*450 480 089*	438 825 618
Oltre 3 mesi	*506 182 355*	683 561 094
	4 503 923 733	4 159 555 255

Le disponibilità proprie in oro della Banca ammontavano al 31 marzo 1998 a FO 662,0 milioni, equivalenti a 192 tonnellate di oro fino (1997: FO 661,9 milioni; 192 tonnellate).

2. Buoni del Tesoro

Le disponibilità della Banca erano le seguenti:

	1997	1998
Valore contabile	*2 813 409 132*	1 863 872 732

Il valore di mercato dei buoni del Tesoro al 31 marzo 1998 era di FO 1 863,6 milioni (1997: FO 2 812,7 milioni).

3. Titoli di Stato e altri titoli

Le disponibilità della Banca erano le seguenti:

	1997	1998
Valore contabile	*15 651 114 800*	18 517 072 458

Il valore di mercato dei titoli di Stato e altri titoli al 31 marzo 1998 era di FO 18 623,8 milioni (1997: FO 15 720,1 milioni).

4. Capitale

Il capitale della Banca è composto da:

	1997	1998
Capitale autorizzato:		
600 000 azioni,		
di 2 500 franchi oro ciascuna	*1 500 000 000*	1 500 000 000
Capitale emesso: 517 125 azioni	*1 292 812 500*	
517 165 azioni		1 292 912 500
liberate per il 25%	*323 203 125*	323 228 125

Durante l'esercizio 1997/98 la Banca ha emesso 40 nuove azioni al prezzo unitario di FO 3 874. La quota liberata di FO 625 per azione è stata accreditata al capitale azionario; il saldo – costituito dal sovrapprezzo di emissione di FO 3 249 per azione – è stato accreditato ai fondi di riserva (si veda anche il prospetto "Variazioni del capitale versato e delle riserve della Banca").

5. Riserve

Le riserve della Banca sono composte da:

	1997	1998
Fondo di riserva legale	*32 320 313*	32 322 813
Fondo di riserva generale	*974 876 936*	1 016 326 624
Fondo speciale di riserva per i dividendi	*59 530 055*	62 530 055
Fondo di riserva libero	*995 056 620*	1 157 345 532
	2 061 783 924	2 268 525 024

I trasferimenti annuali ai vari fondi di riserva sono regolati dall'Articolo 51 dello Statuto della Banca. Gli importi trasferiti sono altresì indicati nella tabella relativa all' "Evoluzione dei fondi di riserva".

6. Depositi

I depositi in oro collocati presso la Banca provengono interamente da banche centrali. La composizione dei depositi in valute collocati presso la Banca era la seguente:

	1997	1998
Banche centrali		
A vista	*2 107 217 697*	3 323 820 195
Fino a 3 mesi	*51 394 694 652*	45 283 968 982
Oltre 3 mesi	*658 294 838*	1 860 469 306
Altri depositanti		
A vista	*59 476 195*	64 627 283
Fino a 3 mesi	*3 005 087 245*	3 490 403 364
Oltre 3 mesi	*360 804 000*	252 427
	57 585 574 627	54 023 541 557

7. Posizioni fuori bilancio

a) Strumenti derivati

Nel normale corso della sua attività, la Banca è controparte in transazioni finanziarie fuori bilancio, comprendenti contratti in cambi a termine, swaps di valute e di tasso d'interesse, forward rate agreements, futures e opzioni. Questi strumenti sono impiegati a copertura di esposizioni di tasso d'interesse e di cambio della Banca dal lato dell'attivo e del passivo, e per gestire la durata finanziaria delle sue attività liquide. La Banca applica alle posizioni fuori bilancio gli stessi criteri di valutazione del rischio di credito adottati per tutte le altre forme di investimento.

Ammontari di capitale nozionali

(in milioni di franchi oro)	*1997*	1998
Contratti di tasso di cambio:		
Riporti e contratti a termine in cambi	*9 917,3*	12 040,5
Swaps di valute	*1 263,7*	2 054,4
Contratti di tasso d'interesse		
Swaps di tasso d'interesse	*8 338,2*	5 689,5
Forward rate agreements e futures	*3 391,8*	4 928,4

Gli ammontari di capitale nozionali o negoziati dei vari strumenti derivati riflettono la misura in cui la Banca opera sui rispettivi mercati ma non forniscono alcuna indicazione del rischio di credito o di mercato cui è esposta la Banca. Il costo di sostituzione lordo di tutti i contratti con valore intrinseco positivo ai prezzi correnti di mercato al 31 marzo 1998 ammontava a FO 499,7 milioni (1997: FO 565,0 milioni).

b) Operazioni fiduciarie

Le operazioni fiduciarie non compaiono in bilancio, poiché esse sono effettuate per conto e a rischio della clientela della Banca, sebbene a nome proprio.

(in milioni di franchi oro)	*1997*	1998
Valore nominale dei titoli detenuti in custodia	*12 281,4*	7 660,2
Oro detenuto in custodia	*972,0*	930,8

Relazione dei Revisori dei conti

Relazione dei Revisori dei conti
al Consiglio di amministrazione e all'Assemblea generale
della Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea

Abbiamo verificato la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, ivi comprese le relative note, della Banca dei Regolamenti Internazionali. La Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite sono stati predisposti dalla Direzione della Banca in conformità allo Statuto e ai principi di valutazione descritti nei "Criteri contabili rilevanti" delle note esplicative. Il nostro mandato, ai sensi dello Statuto della Banca, è quello di formulare un giudizio indipendente sulla Situazione patrimoniale e sul Conto profitti e perdite sulla base della nostra revisione e di riferire tale giudizio al Consiglio e all'Assemblea generale.

La nostra revisione ha compreso l'esame a campione dei riscontri documentali degli importi indicati nella Situazione patrimoniale e nel Conto profitti e perdite e nelle relative note. Abbiamo ricevuto tutte le informazioni e le spiegazioni da noi richieste al fine di accertare che la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite sono esenti da errori sostanziali, e riteniamo che la revisione da noi compiuta fornisca una base adeguata per il nostro giudizio.

A nostro giudizio, la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, comprese le relative note, sono stati redatti in modo appropriato e forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca dei Regolamenti Internazionali al 31 marzo 1998, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data, e sono pertanto conformi allo Statuto della Banca.

Price Waterhouse AG

Ralph R. Reinertsen John K. Fletcher

Revisori responsabili

Basilea, 24 aprile 1998

Sommario della Situazione patrimoniale negli ultimi cinque esercizi

(in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1994	1995	1996	1997	1998
Oro					
Detenuto in barre	*4 338,3*	*4 373,4*	*4 364,2*	*3 547,3*	*3 037,1*
Depositi vincolati e anticipazioni	*579,8*	*541,8*	*637,3*	*956,7*	*1 122,4*
	4 918,1	4 915,2	5 001,5	4 504,0	4 159,5
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	12,0	9,8	9,8	384,4	7,8
Buoni del Tesoro	2 891,7	5 483,1	4 105,7	2 813,4	1 863,9
Depositi vincolati e anticipazioni in valute	41 370,4	42 478,7	37 328,1	42 355,1	34 862,2
Titoli acquistati pronti contro termine	7 457,0	2 988,7	1 652,2	884,2	2 781,0
Titoli di Stato e altri titoli	8 249,9	9 332,8	10 488,1	15 651,1	18 517,1
Partite varie	76,6	19,2	32,8	200,8	258,7
Terreno, immobili e arredi	–	–	–	–	–
Totale attivo	64 975,7	65 227,5	58 618,2	66 793,0	62 450,2
Capitale versato	295,7	295,7	295,7	323,2	323,2
Riserve *(dopo la ripartizione dell'utile netto di esercizio)*					
Fondo di riserva legale	*30,1*	*30,1*	*30,1*	*32,3*	*32,3*
Fondo di riserva generale	*732,2*	*764,9*	*803,3*	*974,9*	*1 016,3*
Fondo speciale di riserva per i dividendi	*50,5*	*53,5*	*56,5*	*59,5*	*62,5*
Fondo di riserva libero	*733,7*	*807,0*	*893,6*	*995,1*	*1 157,4*
	1 546,5	1 655,5	1 783,5	2 061,8	2 268,5
Rettifiche di valore	273,1	449,5	373,5	351,1	247,2
Depositi					
Oro	*4 061,1*	*4 157,0*	*4 245,0*	*3 836,4*	*3 473,7*
Valute	*57 164,9*	*56 549,0*	*49 649,2*	*57 585,6*	*54 023,6*
	61 226,0	60 706,0	53 894,2	61 422,0	57 497,3
Titoli ceduti pronti contro termine	–	385,4	376,6	674,8	30,7
Sistema pensionistico del personale	200,2	271,0	283,1	252,6	257,0
Partite varie	1 393,1	1 411,0	1 558,3	1 658,7	1 773,7
Dividendo	41,1	53,4	53,3	48,8	52,6
Totale passivo	64 975,7	65 227,5	58 618,2	66 793,0	62 450,2

Sommario del Conto profitti e perdite negli ultimi cinque esercizi

(in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1994	1995	1996	1997	1998
Interessi netti e altri proventi di gestione	195,7	229,3	254,3	263,8	314,9
Meno: spese di amministrazione					
Consiglio di amministrazione	*0,8*	*1,2*	*1,5*	*1,3*	*1,3*
Direzione e personale	*34,1*	*40,2*	*46,6*	*42,9*	*39,4*
Funzionamento degli uffici e altre spese	*15,5*	*17,4*	*18,3*	*16,3*	*15,0*
	50,4	58,8	66,4	60,5	55,7
Risultato netto di gestione	145,3	170,5	187,9	203,3	259,2
Meno: importi trasferiti allo					
Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione	*3,3*	*3,4*	*3,5*	*3,0*	–
Accantonamento per immobili	–	–	–	–	–
Accantonamento per la modernizzazione degli stabili e il rinnovamento delle attrezzature	*3,9*	*4,7*	*3,1*	*6,0*	–
	7,2	8,1	6,6	9,0	–
Utile netto dell'esercizio finanziario	138,1	162,4	181,3	194,3	259,2
Dividendo	41,1	53,4	53,3	48,8	52,6
	97,0	109,0	128,0	145,5	206,6
Trasferimento al Fondo di riserva generale	29,1	32,7	38,4	41,0	41,3
	67,9	76,3	89,6	104,5	165,3
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	64,9	73,3	86,6	101,5	162,3
Trasferimento al Fondo di riserva libero	64,9	73,3	86,6	101,5	162,3
	–	–	–	–	–

Consiglio di amministrazione

Alfons Verplaetse, Bruxelles
Presidente del Consiglio di amministrazione,
Presidente della Banca

Lord Kingsdown, Londra
Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Urban Bäckström, Stoccolma
Vincenzo Desario, Roma
Antonio Fazio, Roma
Edward A. J. George, Londra
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Parigi
Masaru Hayami, Tokyo
William J. McDonough, New York
Hans Meyer, Zurigo
Helmut Schlesinger, Francoforte s/M
Gordon G. Thiessen, Ottawa
Hans Tietmeyer, Francoforte s/M
Jean-Claude Trichet, Parigi
Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam
Philippe Wilmès, Bruxelles

Sostituti

Jean-Pierre Patat, oppure
Marc-Olivier Strauss-Kahn, Parigi
Ian Plenderleith, oppure
Clifford Smout, Londra
Jean-Jacques Rey, oppure
Marcia De Wachter, Bruxelles
Alice M. Rivlin, oppure
Edwin M. Truman, Washington
Carlo Santini, oppure
Stefano Lo Faso, Roma
Helmut Schieber, oppure
Bernd Goos, Francoforte s/M

Dirigenti della Banca

Andrew Crockett	Direttore Generale
André Icard	Condirettore Generale
Gunter D. Baer	Segretario Generale, Capo di Dipartimento
Malcolm Gill	Capo del Dipartimento Bancario
William R. White	*Consigliere Economico*, Capo del Dipartimento Monetario ed Economico
Marten de Boer	Direttore, Contabilità, Budgeting e Compensazione dell'ECU
Renato Filosa	Direttore, Dipartimento Monetario ed Economico
Mario Giovanoli	Consigliere Giuridico, Direttore
Guy Noppen	Direttore, Segretariato Generale
Günter Pleines	Vice Capo del Dipartimento Bancario

Stampato in Svizzera Gasser & Co. S.A., Basilea