

THE JOURNAL OF EUROPEAN
ECONOMIC HISTORY
BANCA DI ROMA

UFFICIO
RICERCHE STORICHE
BANCA D'ITALIA

Convegno

Sistemi bancari e finanziari internazionali: evoluzione e stabilità

Finanza, stabilità e sviluppo

Intervento di Antonio Fazio
Governatore della Banca d'Italia

Palazzo Koch, 8-9 marzo 2001

Sommario

	pag.
1. <i>L'espansione internazionale delle banche</i>	6
2. <i>Integrazione dei mercati finanziari e politica monetaria</i>	9
3. <i>Prezzi delle attività e stabilità degli intermediari</i>	11
4. <i>La tutela della stabilità finanziaria</i>	13

Negli ultimi decenni del diciannovesimo secolo e fino alla prima guerra mondiale con il *gold standard* si realizzava, di fatto, una sorta di unificazione monetaria a livello globale. Nelle parole di Milton Friedman: "...*the gold standard from 1879 to 1914... came very close to being a unified currency*".

Anche allora, insieme con gli avanzamenti nelle telecomunicazioni, si era sviluppato un mercato internazionale dei capitali.

A fondamento del sistema vi era una generalizzata accettazione in tutte le economie della flessibilità dei prezzi, dei costi e delle principali variabili macroeconomiche. Limitate erano le dimensioni dei bilanci pubblici.

Dopo la guerra, nella seconda metà degli anni venti, il ristabilimento del legame delle monete con l'oro si rivelava effimero. Il sistema entrava in una crisi irreversibile che si manifestava nella forma di disordini monetari e nella tendenza, in tutti gli Stati, a porre ostacoli al commercio internazionale e alla circolazione dei capitali. Venivano introdotti in tutti i paesi industriali articolati sistemi di regolamentazione dell'attività bancaria e finanziaria.

Nel secondo dopoguerra, la ricostruzione, con gli accordi di Bretton Woods, di un nuovo ordine monetario internazionale poneva le condizioni per un lungo periodo di crescita sostenuta e di stabilità dell'economia mondiale. Alla fine degli anni cinquanta il Trattato di Roma e il ritorno alla convertibilità delle principali valute, l'avvio del processo di liberalizzazione nell'ambito del GATT aprivano una fase prolungata di espansione degli scambi commerciali in Europa e nel mondo.

All'inizio degli anni settanta con la fine del sistema di Bretton Woods si entrava in un regime di fluttuazione dei cambi.

Dalla metà degli anni ottanta, favorite anche dai progressi dell'informatica e dalla deregolamentazione del settore bancario, si sono sviluppate fortemente, sopravanzando la crescita degli scambi commerciali e delle economie, l'intermediazione finanziaria e l'attività bancaria a livello internazionale.

A differenza di quanto avveniva un secolo prima, allorché il sistema rimaneva saldamente ancorato all'oro, negli ultimi decenni l'attività di prestito e la circolazione dei capitali si fondano su un sistema di monete puramente fiduciarie.

La rapida espansione del mercato globale del credito e della finanza consente di canalizzare il risparmio verso i paesi in cui le opportunità di investimento sono più remunerative; contribuisce ad allocare le risorse disponibili secondo criteri di efficienza; rendendo meno stringenti i limiti che derivano da una scarsa disponibilità di risparmio, favorisce l'accumulazione di capitale e la crescita.

In tale contesto l'espansione del credito e la creazione di moneta non sono più vincolate, a livello globale, da regole cogenti.

Si pongono problemi nuovi per la stabilità degli intermediari e dei mercati, con riflessi rilevanti sui prezzi e sulle prospettive di crescita dell'economia mondiale.

1. *L'espansione internazionale delle banche*

Negli anni novanta l'espansione dell'attività internazionale delle banche si è realizzata attraverso l'acquisizione di partecipazioni, di minoranza o di controllo, in intermediari di altri paesi, l'aumento dei prestiti e della raccolta, l'apertura di dipendenze.

La tendenza si è sviluppata in primo luogo in risposta all'ampliamento dell'attività internazionale delle imprese industriali e commerciali. Questo si è accompagnato alla crescita dimensionale delle stesse imprese, realizzata anche attraverso fusioni e acquisizioni.

In base alle rilevazioni di Thomson Financial nella seconda metà dello scorso decennio vi sono state nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Spagna e in Australia, 19.400 fusioni o acquisizioni tra imprese industriali, commerciali e di servizi. Il valore complessivo di tali operazioni è salito da 550 miliardi di dollari nella prima metà del decennio a 3.800 nella seconda. L'accelerazione è stata più rapida negli Stati Uniti e nel Regno Unito, agevolata dal maggiore sviluppo dei mercati finanziari.

Anche nel settore bancario intenso è stato il processo di fusioni e acquisizioni, soprattutto all'interno dei sistemi nazionali. Le banche sono entrate in nuovi comparti di attività e hanno arricchito l'offerta di prodotti, in particolare nel campo del risparmio gestito.

Nella seconda metà degli anni novanta le operazioni effettuate tra banche sono state il 10,1 per cento di quelle totali; il 18,2 per cento in valore. Il numero delle operazioni bancarie oscilla, a livello nazionale, tra un minimo del 3,0 per cento di quelle complessive nei Paesi Bassi e un massimo del 16,1 in Italia; quanto al valore, la quota varia dal 3,7 per cento in Germania al 46,3 in Italia e al 65,6 in Giappone. Le fusioni e le acquisizioni hanno assunto maggiore rilevanza nei paesi dove il sistema creditizio era inizialmente frammentato. In alcuni paesi sono state incoraggiate dalle autorità di vigilanza; sono talora il portato di interventi volti a far fronte a situazioni di inefficienza e a episodi di instabilità.

Il numero delle operazioni internazionali nel settore bancario è stato negli anni novanta contenuto rispetto a quello all'interno dei paesi. Nelle concentrazioni internazionali di banche pesa anche la difficoltà di stimare adeguatamente l'effettivo valore degli intermediari esteri.

La barriera costituita dal linguaggio, le differenze di carattere culturale e regolamentare tendono a tradursi in maggiori costi e in inefficienze gestionali di varia natura. L'espansione all'estero delle banche si è realizzata, negli anni novanta, in larga misura attraverso l'acquisizione di partecipazioni, anche di minoranza, a opera delle aziende di maggiore dimensione, localizzate nelle economie dove più sviluppato è il mercato creditizio. Nella scelta della destinazione rilevano le prospettive di crescita del paese dove viene effettuato l'investimento e le possibilità di guadagno offerte dalla ristrutturazione delle banche partecipate.

Per i paesi del Gruppo dei Sette la quota di capitale bancario facente capo agli azionisti di altri paesi raggiungeva, nel 1998, l'11,3 per cento nel Regno Unito, l'8,2 per cento in Italia, il 5,5 in Canada; tale quota si commisurava al 5,2 in Francia, al 3,7 negli Stati Uniti, al 2,5 in Germania e allo 0,5 in Giappone.

L'ingresso di banche estere apporta nuove professionalità, favorisce l'innovazione dei prodotti, intensifica la concorrenza.

Secondo le rilevazioni della Banca dei regolamenti internazionali, la consistenza dei crediti esteri delle banche insediate nei paesi dell'OCSE e nei principali centri off-shore è quasi raddoppiata nel corso degli anni novanta, superando 10.000 miliardi di dollari a settembre del 2000.

L'attività di prestito internazionale è cresciuta molto rapidamente, pur se caratterizzata da costi e rischi più elevati rispetto a quella svolta con la clientela residente. Tra il 1990 e il 1999, per i paesi del Gruppo dei Sette, il rapporto tra la consistenza dei prestiti esteri delle banche e quella dei prestiti sull'interno è salito dal 34 al 40 per cento.

Sono aumentate considerevolmente le disponibilità detenute da operatori residenti in ciascun paese presso banche in altri paesi.

Si rilevano fenomeni di specializzazione nella direzione dei flussi bancari. I prestiti alle economie emergenti delle banche giapponesi sono diretti per tre quarti ai paesi asiatici; quelli delle banche statunitensi per oltre la metà all'America latina; i prestiti delle banche tedesche si sono indirizzati per il 40 per cento all'Europa dell'Est.

Nei paesi industriali i finanziamenti *cross border* alla clientela non bancaria hanno di recente tratto impulso dall'espansione economica. L'eccezionale volume di operazioni registrato nel primo trimestre del 2000 ha riflesso in larga parte la domanda di fondi proveniente da imprese di telecomunicazione. Le banche operanti sulla piazza di Londra hanno svolto un ruolo primario a livello internazionale, risultando le maggiori finanziatrici delle imprese dell'area dell'euro e di quelle degli Stati Uniti.

I diversi passaggi dai depositanti ai prenditori ultimi di fondi hanno determinato una moltiplicazione dei flussi interbancari: nel primo trimestre del 2000, a fronte di nuovi prestiti alla clientela non bancaria dell'area dell'OCSE pari a 50 miliardi di dollari, i finanziamenti interbancari sono aumentati di 330 miliardi.

2. Integrazione dei mercati finanziari e politica monetaria

L'attività delle banche a livello internazionale, lo sviluppo e l'integrazione dei mercati finanziari, il loro ordinato funzionamento sono essenziali per l'espansione e l'equilibrio dell'economia mondiale.

Il crescente ricorso all'indebitamento da parte del settore privato non finanziario, la maggiore rilevanza nei bilanci delle banche di valori soggetti al rischio di brusche correzioni possono, tuttavia, creare condizioni di fragilità.

Nella misura in cui grandi imprese finanziarie hanno posizioni rilevanti in più mercati e in più paesi, shock che un tempo sarebbero rimasti confinati a un solo mercato tendono ora a ripercuotersi in altri sistemi. Aumentano le interdipendenze fra le economie, accelera la trasmissione degli effetti delle politiche economiche nazionali.

Dalla metà degli anni novanta politiche monetarie nazionali espansive hanno concorso in misura determinante allo sviluppo della liquidità internazionale.

Le attività finanziarie assimilabili alla moneta, in larga misura passività bancarie, hanno registrato una crescita più rapida di quella del prodotto. Tra la fine del 1994 e la fine del 1999, nelle maggiori economie la consistenza degli aggregati monetari più ampi è salita dal 68 al 71 per cento del prodotto; sono aumentate ancor più rapidamente, dall'88 al 95 per cento, le attività liquide che includono anche i conti interbancari e i depositi *cross border* detenuti da famiglie e imprese.

Nel triennio 1995-97 l'attività bancaria internazionale è stata sospinta dalla significativa espansione monetaria attuata in Giappone, volta inizialmente a contrastare l'eccessivo apprezzamento del cambio, in seguito a stimolare la crescita e a permettere il superamento delle difficoltà del sistema bancario. Tale espansione, piuttosto che sostenere la domanda interna, si è tradotta soprattutto in deflussi di capitali, favorendo l'acquisto di titoli obbligazionari e azionari da parte di intermediari, con elevato grado di indebitamento, operanti sul mercato globale. Questi hanno potuto rifornirsi di fondi a basso costo e investire nei principali mercati finanziari. I deflussi complessivi netti di capitali bancari dal Giappone sono stati cospicui, pari nel triennio a 230 miliardi di dollari.

Nei paesi emergenti dell'Asia i tassi di crescita della moneta sono stati assai più elevati di quelli del prodotto: tra il 1994 e il 1999 il rapporto tra le due variabili è salito dal 50 al 74 per cento.

L'aumento della liquidità internazionale ha determinato un generalizzato calo dei tassi di interesse e un conseguente impulso all'attività produttiva.

Negli Stati Uniti, nella seconda metà degli anni novanta, il prodotto interno lordo è cresciuto in media del 4 per cento all'anno. La forte espansione degli investimenti ha contribuito all'innalzamento della produttività del lavoro. L'aumento della redditività ha dato impulso alla crescita delle quotazioni azionarie.

Nei paesi emergenti dell'Asia il tasso medio annuo di crescita, che era stato del 7,1 per cento negli anni ottanta, è salito all'8,1 nella prima metà degli anni novanta; è stato dell'8,6 nel biennio 1995-96.

La possibilità di finanziare gli squilibri ha tuttavia indotto a ritardarne la correzione.

L'enorme afflusso di capitali verso i paesi emergenti dell'Asia ha permesso il protrarsi di ampi disavanzi nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti; ha fornito al sistema bancario mezzi per finanziare investimenti a bassa redditività. L'eccessivo accumulo del debito ha posto le premesse della crisi. L'allocatione secondo criteri di efficienza dei fondi raccolti sul mercato internazionale ha trovato spesso ostacolo nei legami intercorrenti tra gruppi bancari e imprese industriali; sono risultati compromessi l'equilibrio economico e la stabilità di intermediari di ampie dimensioni. In alcune economie la regolamentazione si è rivelata inadeguata a frenare l'assunzione di rischi eccessivi.

La caduta della domanda in Giappone a metà del 1997 e l'improvviso mutamento delle aspettative davano luogo a rapidi deflussi di capitali, al deprezzamento delle monete e al calo delle borse dei paesi asiatici.

Il sostegno finanziario fornito dalla comunità internazionale alle economie in crisi consentiva di superare le tensioni, favorendo la ripresa produttiva. Un contributo fondamentale è venuto nell'autunno del 1998 dalla distensione delle condizioni monetarie attuata dalla Riserva Federale.

Volumi ingenti di fondi, defluiti dalle aree in crisi, si sono diretti negli Stati Uniti, attratti dall'efficienza dei mercati borsistici e dalle favorevoli prospettive di redditività degli investimenti; tra il 1996 e il terzo trimestre dello scorso anno sono affluiti capitali complessivi netti per circa 1.200 miliardi di dollari; oltre i quattro quinti di essi hanno riguardato investimenti di portafoglio. Nel biennio 1998-99 cospicui sono risultati anche i flussi di investimenti diretti, oltre 160 miliardi di dollari, di cui tre quarti provenienti dall'area dell'euro.

3. *Prezzi delle attività e stabilità degli intermediari*

Recenti analisi confermano che impulsi di politica monetaria nei principali paesi hanno effetti rilevanti anche sui mercati azionari di altri sistemi. Per il complesso dei maggiori paesi industriali vi è una correlazione positiva tra la crescita della moneta eccedente l'incremento del reddito nominale e i corsi azionari.

Nei paesi del Gruppo dei Dieci il rapporto tra valore complessivo delle attività finanziarie, costituite da moneta, obbligazioni e azioni, e prodotto dell'area, pari nel 1994 a 2,4, si commisurava a 3,6 alla fine del 1999.

I prezzi delle azioni dal 1995 fino all'inizio del 2000 si sono più che triplicati nel mercato statunitense e in quelli europei. L'abbondanza di liquidità e di credito, amplificata dai movimenti bancari internazionali, ha concorso all'allontanamento per periodi prolungati delle quotazioni dai valori coerenti con le condizioni di fondo dell'economia.

Anche gli aumenti dei valori delle proprietà immobiliari sono stati, in diversi paesi, molto elevati: tra il 1995 e il 1999 i prezzi delle abitazioni sono cresciuti, al netto dell'inflazione, più del 25 per cento nei paesi scandinavi, nei Paesi Bassi e nel Regno Unito; del 76 per cento in Irlanda. Negli Stati Uniti nei quattro anni l'aumento è stato dell'ordine del 10 per cento.

In alcuni paesi, il rincaro degli immobili ha fatto seguito alla caduta registrata nella prima metà degli anni novanta; in altri, i prezzi relativi delle abitazioni hanno raggiunto massimi storici.

Le fluttuazioni dei valori azionari e immobiliari possono ripercuotersi sulla solidità degli intermediari finanziari, in particolare delle banche.

La crescita dell'economia mondiale, pari nel 2000 al 4,7 per cento, nell'anno in corso scenderà, secondo le previsioni del Fondo monetario internazionale, su un valore intorno al 3,5 per cento. Tendono a emergere potenziali di instabilità accumulati negli anni.

Negli Stati Uniti i segnali di rallentamento dell'economia e la revisione al ribasso delle prospettive di redditività delle imprese hanno determinato una forte correzione dei corsi azionari del settore tecnologico. Dalla primavera del 2000 le aziende quotate al Nasdaq hanno perso il 60 per cento del loro valore.

Nei mesi scorsi il premio al rischio sulle emissioni obbligazionarie private è ancora aumentato, soprattutto per i prenditori con più basso merito di credito. Il peggioramento delle condizioni del mercato statunitense dei capitali si è riflesso in un aumento della domanda di prestiti bancari. Secondo recenti indagini condotte dalla Riserva Federale le maggiori banche hanno inasprito le condizioni di accesso al credito.

Il sistema bancario americano, anche dopo gli ammortamenti effettuati presso alcuni grandi istituti, rimane caratterizzato da elevata redditività.

In Giappone nel 1998, quando la fragilità del sistema poteva determinare una crisi di vasta portata, le autorità avevano stanziato un importo pari al 12 per cento del prodotto interno lordo per sostenere le banche e i depositanti.

Le difficoltà degli intermediari creditizi, in presenza di un nuovo rallentamento dell'economia, sono tornate ad acuirsi. Le banche sono ancora gravate da un ammontare elevato di crediti in sofferenza; la redditività si mantiene bassa. Secondo le valutazioni degli stessi intermediari alla fine dello scorso marzo l'insieme delle partite in sofferenza e di quelle incagliate superava i 63.000 miliardi di yen, a fronte di un patrimonio di 45.000 miliardi.

Il governo ha annunciato che entro la fine di marzo presenterà un piano per accelerare l'ammortamento dei prestiti inesigibili.

Il sistema economico e finanziario giapponese rimane caratterizzato da una posizione attiva netta nei confronti del resto del mondo pari, alla fine del 1999, a 830

miliardi di dollari, corrispondenti al 16,5 per cento del prodotto interno lordo. La ristrutturazione industriale in atto mira al rafforzamento della produttività delle imprese; favorisce l'accumulazione di capitale.

In Argentina, nella seconda metà del 2000 le tensioni sui mercati finanziari generate dal deterioramento del quadro economico, dalla deflazione e dalle incertezze della situazione politica avevano innalzato di 5 punti percentuali il divario tra il rendimento delle obbligazioni pubbliche denominate in dollari e quello dei titoli del Tesoro degli Stati Uniti; l'aumento si è ridimensionato in seguito all'intervento di sostegno coordinato dal Fondo monetario internazionale e all'allentamento monetario attuato dagli Stati Uniti a gennaio. Attualmente il differenziale è dell'ordine di 6 punti percentuali.

In Turchia, la crisi, che aveva determinato alla fine dello scorso anno il fallimento di numerose banche, ha avuto riflessi sul mercato azionario e sui rendimenti dei titoli di Stato; le pressioni sul cambio sono state contrastate attingendo alle riserve ufficiali. L'onere per il bilancio pubblico derivante dal sostegno al sistema bancario è stato stimato in 6 miliardi di dollari, il 3 per cento del prodotto interno lordo. Più di recente, tensioni nel quadro politico hanno innescato una brusca caduta della borsa, un rialzo dei tassi di mercato, un forte deprezzamento del cambio. Nel complesso l'esposizione delle banche internazionali verso la Turchia è di 43,6 miliardi di dollari.

In Europa alla caduta dei corsi azionari si è associato un incremento del premio sui titoli obbligazionari privati e sui prestiti sindacati. Il sistema bancario è stato interessato da un aumento del costo della raccolta, di entità inferiore a quello subito dalle imprese; risulta caratterizzato da soddisfacenti condizioni di redditività, anche in virtù del buon andamento dell'economia.

4. *La tutela della stabilità finanziaria*

Il Comitato di Basilea ha elaborato i principi che vanno posti a fondamento di un'efficace vigilanza bancaria, in particolare nelle economie emergenti. Sono state predisposte, in collaborazione con il Fondo monetario internazionale e con la Banca

mondiale, metodologie volte a valutare l'adeguatezza della supervisione bancaria nei singoli paesi. A tale valutazione si assoggetteranno anche i paesi del Gruppo dei Sette.

Il Comitato di Basilea ha definito criteri per migliorare le strutture di governo societario, il sistema dei controlli interni e i processi di gestione dei rischi delle banche, in particolare di quello creditizio.

L'Accordo sul capitale del 1988, successivamente esteso ai rischi di mercato, aveva già contribuito ad arrestare una tendenza di lungo periodo alla riduzione delle dotazioni patrimoniali degli intermediari bancari; da allora il capitale delle banche internazionali è cresciuto in media di oltre 3 punti percentuali in rapporto alle attività ponderate per il rischio, portandosi al 12 per cento.

Il nuovo Accordo sul capitale, che entrerà in vigore nel 2004, affida la prevenzione di situazioni di dissesto a un insieme di misure incentrate su requisiti patrimoniali più ampiamente articolati, su un processo rigoroso di controllo dell'adeguatezza patrimoniale in relazione ai rischi e alle strategie, su una più efficace disciplina di mercato.

All'analisi degli elementi di potenziale vulnerabilità del sistema finanziario internazionale è dedicato il Foro per la stabilità finanziaria, istituito nel 1999 per iniziativa dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Sette, con il compito di proporre misure correttive in grado di prevenire l'instabilità sistemica.

Il Foro ha emanato raccomandazioni volte a prevenire le crisi connesse con l'operare di intermediari con elevato grado di indebitamento; ha sollecitato le autorità di vigilanza a tener conto, nell'autorizzare gli intermediari a operare nei centri off-shore, del grado di adesione di questi centri alle norme e alle prassi di vigilanza della comunità finanziaria internazionale. Nei mesi scorsi il Fondo monetario internazionale ha avviato il programma di valutazione dell'adeguatezza dei sistemi di supervisione dei centri off-shore e della loro conformità agli standard internazionali.

Nell'Unione europea il sistema delle direttive stabilisce regole prudenziali comuni e assicura condizioni di parità concorrenziale a tutti gli intermediari.

La vigilanza sulle banche si giova di una intensa collaborazione fra le autorità dei diversi paesi dell'Unione, le cui modalità sono definite bilateralmente nei cosiddetti *memoranda of understanding*. La collaborazione tra autorità segue gli intermediari in ogni fase della loro attività, dall'entrata sul mercato, all'espansione in nuove aree geografiche, alla soluzione di eventuali situazioni di crisi.

Sono previste sedi di cooperazione multilaterale sia per gli interventi normativi sia per la discussione dei problemi riguardanti singoli intermediari. Analisi di carattere macroprudenziale vengono regolarmente svolte nell'ambito dell'Eurosistema.

Nell'attuazione della politica monetaria comune si tiene conto degli interventi delle autorità nazionali in caso di crisi di liquidità di singoli intermediari.



Sistemi bancari stabili ed efficienti sono funzionali alla protezione del risparmio, al finanziamento degli investimenti, allo sviluppo dell'economia.

Il Rapporto sulle concentrazioni, predisposto sotto la responsabilità dei Ministri finanziari e dei Governatori del Gruppo dei Dieci, costituisce un riferimento, fondamentale, per l'analisi delle condizioni di efficienza e stabilità dei sistemi bancari.

La raccolta del risparmio e l'erogazione dei prestiti restano concentrate, anche per gli intermediari di maggiori dimensioni, nei mercati nazionali. Rischi di instabilità provenienti dai mercati mondiali vanno limitati e circoscritti attraverso un'adeguata supervisione.

L'efficacia dell'azione di vigilanza, la prevenzione dell'instabilità richiedono la disponibilità di informazioni dirette, tempestive e approfondite, la vicinanza ai soggetti sorvegliati, la conoscenza del contesto in cui essi operano.

La Vigilanza è incardinata negli ordinamenti giuridici nazionali per la stretta connessione delle sue attribuzioni con istituti normativi pubblici e privati, per l'assicurazione dei depositi, per i possibili riflessi delle insolvenze sulle finanze pubbliche; si raccorda con altri organi istituzionali dello Stato; partecipa a forme sempre più avanzate di cooperazione a livello mondiale.

L'impennata delle quotazioni azionarie dell'autunno del 1999, che aveva portato in pochi mesi quasi a raddoppiare i corsi dei titoli tecnologici, scontava una crescita elevatissima degli utili. Seppure possibile per un limitato numero di imprese, questa appariva irrealistica per il complesso del mercato. Anche per i titoli dei settori tradizionali il premio per il rischio risultava basso rispetto all'esperienza storica.

Il drastico ridimensionamento delle quotazioni dei titoli tecnologici conferma che i rischi possono risultare molto ampi anche per le imprese con elevato tasso di crescita dei profitti attesi. Nei settori tradizionali, nonostante la flessione, il rapporto tra prezzi e utili rimane alto rispetto all'esperienza di lungo periodo. Influiscono positivamente la maggiore efficienza e l'accresciuto spessore dei mercati.

L'abbondante liquidità internazionale potrà concorrere a evitare brusche correzioni delle quotazioni. Al di là del breve termine e delle momentanee difficoltà, saranno decisive l'azione di rilancio della domanda negli Stati Uniti, la prosecuzione di una crescita sostenuta in Europa, la ripresa dell'economia giapponese.

In Giappone è necessario proseguire nelle riforme che permetteranno all'enorme potenziale produttivo di quel sistema di meglio rivolgersi al soddisfacimento della domanda interna oltre che di quella internazionale.

In Europa un impulso alla crescita e all'occupazione proverrà da interventi strutturali nel mercato del lavoro, nella previdenza e nella sanità pubblica e da una riduzione graduale e certa della pressione fiscale. In un'ottica di lungo periodo, un contributo discenderà dall'espansione degli scambi commerciali e dalla valorizzazione delle risorse umane che deriveranno dall'allargamento dell'Unione ai paesi dell'Europa Centro-orientale.

Rimane elevato il tasso di sviluppo potenziale dell'economia degli Stati Uniti: si stima intorno al 4 per cento annuo. L'annunciata restituzione alle famiglie e alle

imprese di una parte del consistente avanzo di bilancio che si formerà nel corso del prossimo decennio, l'aumento, secondo obiettivi mirati, della spesa pubblica, un'accorta politica monetaria possono ricondurre l'aumento effettivo della produzione e del reddito in linea con la crescita potenziale.

Ne beneficeranno il continente americano e l'intera economia mondiale.

Si è fatta più stretta l'interdipendenza fra i sistemi economici; è divenuto essenziale il rapporto tra efficienza e stabilità dei mercati finanziari e sviluppo delle economie.

L'accresciuta cooperazione, soprattutto in materia finanziaria, tra i paesi sviluppati e con le economie emergenti, è garanzia di adeguata capacità di controllare l'evoluzione dell'economia mondiale. Favorisce, a vantaggio di tutti, la crescita.

A distanza di trent'anni dalla fine del sistema di Bretton Woods vanno ricercati criteri e regole per costruire un nuovo ordine monetario internazionale. In un contesto privo di un'ancora monetaria, insieme con l'attenzione alla funzionalità dei mercati e degli intermediari, deve acquistare nuovo rilievo l'analisi della moneta e dell'espansione della finanza a livello mondiale.