

IAI/5 IAI8032

**iai** istituto affari internazionali  
88, viale mazzini • 00195 roma  
tel. 315892-354456 • cable: Intaffari-roma

EUROMERCATI E FINANZIAMENTO  
DELLE ESPORTAZIONI

Giovanni Majnoni

IAI/5/80

## INDICE

### Introduzione

#### Cap. 1: IL DEBITO DEI PAESI EMERGENTI

L'evoluzione economica differenziata dei PVS non-OPEC	pag.	2
Il "circolo virtuoso" dello sviluppo	"	11
Il ruolo degli apporti finanziari esterni nello sviluppo economico	"	13
Evoluzione degli apporti finanziari verso i PVS non-OPEC	"	15
Apporti finanziari ai PVS	"	19
Apporti finanziari ufficiali	"	21
Apporti finanziari a condizioni di mercato	"	26
Emissioni di obbligazioni e crediti bancari	"	32
Il debito dei PVS non-OPEC	"	37
Prospettive a breve termine di finanziamento del deficit corrente dei PVS non-OPEC	"	41
Prospettive a medio termine di finanziamento del deficit corrente dei PVS non-OPEC	"	46

#### Cap. 2: IL MERCATO PRIVATO DEI CAPITALI

I fattori di sviluppo dell'Euromercato	"	52
Dal riciclaggio all'"eccesso di riciclaggio"	"	57
Caratteristiche del processo di riciclaggio	"	63
L'Euromercato è veramente un mercato concorrenziale?	"	69
Lo "spread" sul Libor	"	72
Elementi oligopolistici	"	74
Il razionamento del credito	"	78

I vincoli istituzionali	pag.	81
Criteri di ripartizione dei crediti esteri di una banca	"	84
Un mercato efficiente ma inadeguato	"	89

Cap. 3: IL FINANZIAMENTO DEL COMMERCIO INTERNAZIONALE

Il "problema delle scadenze" e il sistema finanziario internazionale	"	90
Il "problema delle scadenze" ed il commercio internazionale	"	94
Il ruolo del finanziamento e della assicurazione dei crediti all'esportazione	"	98
Le operazioni triangolari	"	101
Le attività di co-finanziamento	"	103
Costi-benefici dei programmi nazionali di assicurazione del credito alle esportazioni	"	107
Costi-benefici dei programmi nazionali di finanziamento del credito alle esportazioni	"	111
Il "consensus"	"	117
Finanziamenti e competitività	"	121

Cap. 4: IL FINANZIAMENTO DEL COMMERCIO ITALIANO

Effetti della politica di assistenza ufficiale delle esportazioni	"	125
Selettività merceologica	"	127
Selettività geografica	"	132
Il sistema italiano di assistenza delle esportazioni	"	140
Il finanziamento in valuta del commercio italiano	"	151
Conclusione	"	157

## INTRODUZIONE

Ogni volta che avvengono consistenti e repentini trasferimenti di ricchezza tra soggetti economici all'interno di una economia o tra diversi paesi nel contesto economico internazionale, il ritmo di espansione dell'attività economica tende a rallentare ed è necessario un certo periodo di tempo prima che ritorni a crescere. Un esempio tipico è dato dai bassi tassi di sviluppo che l'economia mondiale conobbe nel periodo 1974/75 in concomitanza con gli elevati surplus dell'area OPEC ed i gravi disavanzi delle altre aree economiche.

Il rallentamento della crescita economica che segue a fenomeni di redistribuzione della ricchezza è causato da una minore dinamica della domanda. Infatti coloro che si trovano a disporre di una quota di ricchezza maggiore che in passato, sono spesso impreparati ad attivare un flusso di spesa pari al maggior reddito percepito, mentre coloro che hanno visto ridotta la loro ricchezza si trovano a non poter più sostenere i precedenti livelli di spesa. La situazione tende poi a modificarsi quando, nel corso del tempo, i "nuovi ricchi" imparano a spendere e i "vecchi ricchi" attivano nuovi processi di accumulazione con una conseguente ripresa generale della produzione. Il periodo necessario a raggiungere nuovamente livelli soddisfacenti di crescita può, tuttavia, essere lungo e drammatico e costituisce generalmente una incognita di cui tendono a servirsi i sostenitori dello "status quo" per esorcizzare ogni forma di attività redistributiva a livello sia nazionale che internazionale.

In realtà la durata di tale periodo come l'entità dell'impulso recessivo dipendono grandemente dall'attività degli intermediari finanziari e dalle banche in primo luogo. Il ruolo del sistema creditizio è infatti di mettere in contatto le unità "in deficit" di una economia con le unità "in surplus", fornendo alle prime, sotto forma di crediti, quei capitali di cui hanno bisogno, ed offrendo alle seconde, sotto forma di depositi, quelle opportunità di impieghi che esse cercano. In tal modo il risparmio di alcuni operatori non resta inattivo ma viene dato in prestito a coloro che altrimenti non potrebbero dar luogo ai loro progetti di spesa: la "domanda potenziale" si trasforma così in "domanda effettiva".

Il cosiddetto "riciclaggio dei petrodollari" costituisce indubbiamente l'esempio più noto di un caso in cui l'intermediazione finanziaria ha allontanato lo spettro di una recessione che potrebbe aver avuto caratteri ben più drammatici di quelli che si manifestarono nel periodo 1974/75.

## INTRODUZIONE

Ogni volta che avvengono consistenti e repentini trasferimenti di ricchezza tra soggetti economici all'interno di una economia o tra diversi paesi nel contesto economico internazionale, il ritmo di espansione dell'attività economica tende a rallentare ed è necessario un certo periodo di tempo prima che ritorni a crescere. Un esempio tipico è dato dai bassi tassi di sviluppo che l'economia mondiale conobbe nel periodo 1974/75 in concomitanza con gli elevati surplus dell'area OPEC ed i gravi disavanzi delle altre aree economiche.

Il rallentamento della crescita economica che segue a fenomeni di redistribuzione della ricchezza è causato da una minore dinamica della domanda. Infatti coloro che si trovano a disporre di una quota di ricchezza maggiore che in passato, sono spesso impreparati ad attivare un flusso di spesa pari al maggior reddito percepito, mentre coloro che hanno visto ridotta la loro ricchezza si trovano a non poter più sostenere i precedenti livelli di spesa. La situazione tende poi a modificarsi quando, nel corso del tempo, i "nuovi ricchi" imparano a spendere e i "vecchi ricchi" attivano nuovi processi di accumulazione con una conseguente ripresa generale della produzione. Il periodo necessario a raggiungere nuovamente livelli soddisfacenti di crescita può, tuttavia, essere lungo e drammatico e costituisce generalmente una incognita di cui tendono a servirsi i sostenitori dello "status quo" per esorcizzare ogni forma di attività redistributiva a livello sia nazionale che internazionale.

In realtà la durata di tale periodo come l'entità dell'impulso recessivo dipendono grandemente dall'attività degli intermediari finanziari e dalle banche in primo luogo. Il ruolo del sistema creditizio è infatti di mettere in contatto le unità "in deficit" di una economia con le unità "in surplus", fornendo alle prime, sotto forma di crediti, quei capitali di cui hanno bisogno, ed offrendo alle seconde, sotto forma di depositi, quelle opportunità di impieghi che esse cercano. In tal modo il risparmio di alcuni operatori non resta inattivo ma viene dato in prestito a coloro che altrimenti non potrebbero dar luogo ai loro progetti di spesa: la "domanda potenziale" si trasforma così in "domanda effettiva".

Il cosiddetto "riciclaggio dei petrodollari" costituisce indubbiamente l'esempio più noto di un caso in cui l'intermediazione finanziaria ha allontanato lo spettro di una recessione che potrebbe aver avuto caratteri ben più drammatici di quelli che si manifestarono nel periodo 1974/75.

All'inizio degli anni ottanta, in una situazione per certi versi simile a quella del 1974, ci si chiede se il sistema finanziario internazionale saprà svolgere la sua funzione di intermediazione in termini analoghi a quelli del periodo 1974/79. Diversi segni tuttavia contribuiscono ad indicare in prospettiva come ciò sia difficilmente possibile. In primo luogo, a differenza che nel periodo 1974/79, quando l'aggiustamento dei saldi correnti fu perseguito con una riduzione del potere di acquisto dei paesi OPEC, ottenuto con una svalutazione progressiva del dollaro e con l'inflazione dei prezzi, gli anni ottanta si aprono con la prospettiva di un prezzo del petrolio stabile in termini reali tale cioè da vanificare manovre di aggiustamento puramente monetarie. Fatto questo che sembra indicare in prospettiva una domanda di crediti destinata a crescere per molto tempo ancora. In secondo luogo le dichiarazioni provenienti dalla stessa comunità bancaria internazionale affermano categoricamente che le banche non saranno in grado di svolgere lo stesso ruolo del passato in un nuovo processo di riciclaggio.

Come dunque garantire che venga mantenuto in essere un flusso di crediti adeguato alla domanda mondiale e tale quindi da sostenere la crescita della produzione e del commercio internazionale?

In questo lavoro ci occuperemo dei problemi che questo stato di cose pone limitatamente ai paesi emergenti non petroliferi. Questa limitazione del campo di analisi è giustificata dal fatto che - per questo gruppo di paesi - le prospettive, nel corso degli anni ottanta, appaiono particolarmente preoccupanti. Da una parte essi si trovano a dover far fronte ad un maggior esborso per le importazioni di petrolio che pregiudica la possibilità di destinare maggiori risorse allo sviluppo, dall'altra la crescita del debito con l'estero che essi registrano a fronte di disavanzi petroliferi rende sempre più difficile la concessione di nuovi crediti. Il carattere eterogeneo dei paesi che sono raggruppati sotto la denominazione di paesi emergenti rende però di poca utilità ogni sorta di generalizzazione. Per questo motivo si è cercato, fin dall'inizio, di individuare in base alle caratteristiche economiche e alla caratteristiche dell'indebitamento con l'estero alcuni sottogruppi più omogenei di paesi che consentissero un discorso più preciso.

Ci si è poi concentrati sull'analisi dei flussi finanziari a condizioni di mercato ed in particolare dei crediti bancari che tra tutti i crediti concessi ai paesi emergenti sono quelli che hanno avuto una dinamica più sostenuta. Si è cercato di comprendere se questi crediti possano continuare ad accrescersi, ed in particolare verso quali paesi,

e, nel caso che tale espansione appaia improbabile, se ciò sia da imputarsi a forme di "razionamento" operate dai mercati internazionali del credito o piuttosto a vincoli di natura "oggettiva".

Per quanto l'operato soggettivo dei banchieri o una loro condotta particolarmente "conservatrice" possono essere all'origine di una cattiva distribuzione dei flussi finanziari concessi ai PVS, sembra ingenuo voler attribuire ad essi la responsabilità dell'adeguatezza di tali flussi alle esigenze dei paesi emergenti. Non vi sono dubbi, infatti, che la struttura del sistema internazionale di relazioni finanziarie, per come è emerso dai rivolgimenti degli anni settanta, ha insite delle contraddizioni che costituiscono un vincolo "oggettivo" alla crescita dell'intermediazione finanziaria delle grandi banche private. La più appariscente di esse è rappresentata dal fatto che le banche operanti nel comparto del credito a breve o medio termine, in ragione della natura dei loro depositi, si trovino ad avere impieghi nel comparto del finanziamento dello sviluppo che come noto richiede crediti a lungo o lunghissimo termine.

Le banche hanno finora brillantemente compiuto la operazione di "intermediazione delle scadenze" che si rendeva necessaria, ma difficilmente potranno continuare in futuro su questa strada.

L'ipotesi di questo lavoro è che fino a quando le istituzioni internazionali come il FMI o la Banca Mondiale non individuino le modalità più opportune e gli strumenti più efficaci per superare questo genere di contraddizioni, un preciso contributo anche se limitato, possa essere prestato dalle autorità ufficiali dei singoli paesi industrializzati. In particolare, viene individuato nei crediti all'esportazione, che vengono concessi a fronte dei pagamenti dilazionati delle esportazioni verso i PVS, il canale più interessante attraverso il quale la sommatoria degli interventi ufficiali nazionali può consentire un incremento dei crediti verso i PVS. L'intervento delle autorità ufficiali per garantire o per concedere direttamente crediti a sostegno delle proprie esportazioni presenta inoltre la caratteristica peculiare di essere nello stesso tempo una manovra a sostegno delle esportazioni nazionali ed una manovra dai positivi effetti sul contesto internazionale.

Essa è quindi agevolmente praticabile e sembra possa costituire un primo esempio di quella collaborazione tra istituzioni ufficiali ed operatori privati che costituirà necessariamente uno degli aspetti più importanti del futuro sistema monetario internazionale.

Se l'analisi condotta si rivela corretta emergono valide motivazioni di ordine nazionale e non solo di solidarietà internazionale che inducono a potenziare i programmi nazionali di assistenza finanziaria delle esportazioni.

Da ciò derivano alcune considerazioni sulle opportunità che si possono presentare al nostro paese, nel caso che esso continui nella operazione già intrapresa negli ultimi anni di rafforzamento e razionalizzazione dei programmi nazionali di assistenza finanziaria delle esportazioni. Gli sviluppi auspicabili del sistema italiano non sono però visti limitatamente alla maggiore concorrenzialità che le merci italiane potrebbero derivare da una più consistente erogazione di crediti agevolati all'esportazione. Il maggior stimolo che esportazioni di un paese possono ricavare dall'assistenza ufficiale va infatti ricercato nella capacità che le agenzie ufficiali hanno di fornire sofisticati sistemi di assistenza finanziaria in appoggio all'export più che nella mera capacità di consentire riduzioni del costo di tali servizi di assistenza finanziaria.

## IL DEBITO DEI PAESI EMERGENTI

A partire dal 1973 quando il prezzo del petrolio quadruplicò i paesi in via di sviluppo non appartenenti all'OPEC hanno visto peggiorare drammaticamente i propri saldi di parte corrente al netto dei trasferimenti ufficiali (1) a causa del maggior costo delle importazioni di combustibile e dell'impatto deflazionistico della crisi mondiale sul commercio internazionale.

Fino a quella data i deficit correnti di questo gruppo di paesi, che d'ora in poi indicheremo con la sigla PVSNP (paesi in via di sviluppo non petroliferi), si erano aggirati sui dieci miliardi di dollari. Da allora tali deficit, anche se hanno seguito un andamento estremamente irregolare, non sono mai scesi sotto i 22 miliardi di dollari, e tendono oggi a superare i 40 miliardi di dollari dopo i rincari del greggio avvenuti nel 1979.

I PVSNP hanno potuto finanziare fino ad ora questi disavanzi grazie ad un crescente livello di indebitamento nei confronti di istituzioni ufficiali (governi, organismi internazionali) e di creditori privati (banche). Il volume dell'indebitamento complessivo è poco più che triplicato in termini nominali e duplicato in termini reali nel periodo 1970/77, raggiungendo a fine 1977 il valore di 217 miliardi di dollari correnti.

In questo primo capitolo verranno considerate più in dettaglio le caratteristiche di quell'aggregato disomogeneo di paesi che va sotto la definizione di "paesi in via di sviluppo non petroliferi", e vedremo come a queste caratteri-

---

1) A meno che non venga specificamente indicato, il saldo corrente della bilancia dei pagamenti verrà inteso d'ora in avanti, al netto dei trasferimenti ufficiali, e cioè, in pratica, al netto degli aiuti.

stiche corrispondano evoluzioni differenziate delle transazioni di parte corrente.

Considereremo inoltre quale sia il flusso di apporti finanziari esteri con i quali vengono fronteggiati i disavanzi dei PVSNP nel loro insieme e delle principali categorie di paesi in cui essi possono essere suddivisi. Ciò consentirà di valutare le caratteristiche del debito complessivo dei paesi emergenti non petroliferi.

Tenteremo infine di individuare i creditori in grado di soddisfare la domanda di fondi, che è connessa a determinati tassi di crescita, per vedere da ultimo se il sistema finanziario internazionale, così come è strutturato attualmente appaia in grado di assicurare tali trasferimenti finanziari.

#### L'evoluzione economica differenziata dei PVS non-OPEC.

Ogni volta che per comodità di trattazione si ricorre alla definizione di paesi in via di sviluppo non petroliferi per indicare l'insieme di paesi che non è compreso tra quelli industrializzati, che non sono esportatori di capitali, che non sono socialisti, ci si trova di fronte una definizione che per successive esclusioni indica un aggregato di paesi tra di loro disomogenei, talvolta con poco o nulla in comune. Ciò che guadagna in estensione, il concetto di "paesi in via di sviluppo", perde in densità di informazione. Si è così ricorsi ad ulteriori definizioni negative dei PVS che aiutassero ad una migliore identificazione dell'oggetto, come PVS non-OPEC e PVS non-OCSE (2).

---

(2) In particolare:

- i PVS non-OPEC corrispondono a quelli che nel testo abbiamo definito i PVSNP.

./.

Si può richiamare in questo contesto la definizione di Irving Friedman, secondo cui i PVS sono un agglomerato di paesi che differiscono per "risorse naturali, capacità produttiva in agricoltura e nell'industria, livello tecnico, per crescita e diversificazione delle esportazioni, per capacità di assorbire capitali in attività produttive, per capacità di risparmio, grado di urbanizzazione, strutture istituzionali, governo, unità nazionale, storia, durata dell'indipendenza, relazioni internazionali, caratteristiche dell'attività privata e di governo, mobilità sociale, disposizione verso gli stranieri" (3).

Questo composito insieme di elementi di differenziazione può essere ricondotto a tre punti fondamentali e cioè a differenze nelle condizioni socioeconomiche, nelle risorse disponibili, nelle caratteristiche del processo di sviluppo.

Il tentativo di enucleare dei gruppi di paesi tra di loro omogenei rispetto a qualche variabile conduce quindi, nella generalità dei casi, a risultati diversi secondo la variabile che viene considerata.

I più comuni criteri di aggregazione sono quelli ba

---

./ - con la definizione PVS non-OCSE si intende escludere dal numero dei PVS Spagna, Grecia, Portogallo e Turchia. Nelle statistiche del Fondo Monetario l'intestazione "Other Less Developed Countries" comprende l'insieme dei PVS non-OCSE e non-OCSE. Nelle statistiche della Banca Mondiale vengono invece compresi 96 Pvs tra i quali figurano sia i Pvs-OCSE sia alcuni paesi OPEC non esportatori di capitali (Algeria, Indonesia, Iran, Iraq, Nigeria, Venezuela).

(3) IRVING FRIEDMAN, The Emerging Role of Private Banks in the Third World, New York, 1977.

sati sulle aree geografiche o su un qualche indicatore di ricchezza. Ai nostri fini il secondo criterio appare più utile, anche se vi è spesso una notevole correlazione tra collocazione geografica e livello della ricchezza. In particolare si utilizzerà come indicatore il reddito medio pro-capite annuo che consente, per quanto in maniera approssimativa, una prima collocazione dei vari paesi sul sentiero dello sviluppo. In base ad esso emergeranno nelle pagine seguenti tre gruppi di paesi con caratteristiche particolarmente differenziate.

Un primo gruppo è costituito dai paesi definiti "più poveri", il cui reddito pro-capite annuo è inferiore ad un certo tetto che viene stabilito a dei livelli convenzionali, compresi in genere tra i \$ 300-400.

Un secondo gruppo, estremamente diversificato, comprende i paesi a "reddito medio" e cioè superiore ai \$ 300-400.

Un terzo, più facilmente individuabile, è costituito da un gruppo di paesi a livello di sviluppo già piuttosto avanzato, che secondo una terminologia recentemente introdotta, viene denominato Newly Industrialized Countries (NICs) e comprende paesi come la Spagna, la Grecia, il Portogallo, la Turchia, la Jugoslavia, il Brasile, il Messico, Taiwan, Hong Kong, Corea del Sud, Singapore (4).

Questa divisione consente di individuare per ogni gruppo caratteristiche comuni attinenti alla sfera della produzione e del commercio con l'estero e risulterà di aiuto, in seguito, nella ripartizione e nella analisi dei diversi flussi finanziari che si dirigono verso i paesi emergenti.

I paesi "più poveri" - L'andamento della produzione per grandi aggregati di paesi nel corso degli anni settanta indica

---

(4) La Banca Mondiale nel "Development Report 1979" definisce questi paesi come "semiindustrializzati", ed aggiunge agli 11 paesi citati Israele, Argentina, Filippine, Egitto, Colombia.

per i PVSNP un tasso di crescita del prodotto lordo notevolmente superiore a quello registrato dai paesi industrializzati, come emerge dalla tabella 1.

TAB. 1 TASSI DI CRESCITA DEL PNL IN TERMINI REALI

	Media annuale					
	1967/72	1973	1974	1975	1976	1977
Paesi industrializzati	6.1	6.4	4.4	2.0	3.1	2.7
OPEC	9.0	10.7	8.0	0.1	12.9	6.3
PVSNP	6.1	7.3	5.3	4.1	4.8	4.9

Fonte: IMF, Annual Report 1978.

Con l'aiuto della tabella 2 sarà però possibile vedere come i dati d'insieme nascondano una evoluzione estremamente differenziata delle economie dei paesi emergenti, e come in particolare una netta frattura separi il tasso di incremento del PNL dei paesi a reddito più basso da quello dei paesi a reddito medio-alto.

Una frattura analoga si ripresenta anche per i valori relativi ai tassi medi di crescita dell'industria manifatturiera e degli investimenti lordi. Per i flussi commerciali dei paesi a reddito più basso, inoltre, i tassi di espansione di esportazioni ed importazioni non raggiungono la metà di quelli dei paesi a reddito superiore.

Nel corso del periodo 1974/77, tuttavia, una serie di annate agricole particolarmente favorevoli ha stimolato il flusso di esportazioni dei paesi "più poveri" (+5, 1), prevalentemente composte di prodotti agricoli, mentre l'impatto della crisi del commercio mondiale riduceva al 4,9% il tasso di espansione delle esportazioni dei paesi a reddito medio.

## PVS: ALCUNI INDICATORI ECONOMICI

	Tasso medio annuo reale di crescita 1965-73					Saldo corrente 1975 (miliardi di \$)
	PNL	Industria manifatt.	Investim. lordi	Espor- tazio- ni	Impor- tazio- ni	
1) Paesi industrializzati	4.6	4.7	5.4	9.2	9.3	4.0
2) PVS con reddito pro-capite	6.0	7.3	7.3	8.0	8.3	-22.7
2.1) < 265	3.3	3.7	3.7	3.7	2.0	- 6.7
2.2) 266 << 520	5.7	8.3	7.1	7.2	7.6	- 7.5
2.3) 521 <	6.6	8.7	8.3	7.6	9.6	-40.7
2.4) OPEC	8.1	8.4	9.7	10.8	10.9	+ 32.2

Fonte: OCSE, Cooperation pour le developpement 1977, p.50-51.

Non sembra comunque che ciò indichi un mutamento delle linee di tendenza, e la diversa dinamica delle esportazioni registrata in questi anni è più il frutto di eventi congiunturali che il risultato di modifiche strutturali durature.

I paesi a reddito "intermedio" - I dati riportati dalla tabella 2 non mettono in evidenza la seconda delle distinzioni precedentemente accennate, relativa ai paesi con reddito intermedio ed i paesi semiindustrializzati o NICs. La differenza tra questi due gruppi di paesi non consiste tanto o soltanto nel tasso di sviluppo delle grandezze macroeconomiche quanto nella struttura stessa della produzione.

La caratteristica che in qualche modo accomuna l'eterogeneo insieme di economie, definite a reddito "intermedio", è di trarre il loro reddito prevalentemente dal settore primario: alcuni di essi con l'attività di estrazione, altri con l'attività agricola. L'attività manifatturiera è per questi paesi assai meno importante che per i NICs, ed anzi alcuni dei paesi produttori di minerali sarebbero nel numero dei paesi "più poveri" se non fosse per i proventi dell'attività estrattiva.

Le "economie minerali", come definite nel "Rapporto sullo Sviluppo" della Banca Mondiale, comprendono sia esportatori di petrolio che di altri minerali. Esse sono caratterizzate da un profondo dualismo tra il settore estrattivo, con tecnologia avanzata ed alte remunerazioni, ed una economia che è per il resto generalmente arretrata. Il vantaggio che queste economie hanno sugli altri Pvs è dato dal possesso di risorse che sono facilmente convertibili in elevati flussi finanziari; fatto questo che spiega la notevole capacità di indebitamento di questi paesi.

Tuttavia, prescindendo dal petrolio, l'elevata instabilità delle quotazioni dei minerali sottopone questi paesi a notevoli incertezze sull'entità dei proventi delle loro esportazioni che sono, in genere, assai poco diversificate, come appare dalla tabella qui riportata. Ciò ha aggravato per

alcuni di questi paesi i problemi di gestione del debito; come è accaduto per esempio a Perù, Zaire, Zambia.

TAB. 3

GRADO DI DIVERSIFICAZIONE DELLE ESPORTAZIONI DEI PAESI A REDDITO INTERMEDIO  
(% ESPORTAZIONI TOTALI)

	TOTALE PRODOTTI PRIMARI		MINERALI	
	1960	1976	1960	1976
Economie " minerali.,	95	98	59	94
OPEC	99	99	57	95
NON-OPEC	86	89	67	72
Economie " non-minerali.,	83	50		

Fonte: World Bank

Meno instabile e meno squilibrato è invece stato lo sviluppo di quei paesi che in assenza di ricchezze del suolo hanno puntato sul potenziamento delle proprie strutture agricole fin dagli anni 50, diversificando le loro produzioni ed accrescendo la produttività. Esempi di questa politica sono paesi come la Costa d'Avorio, il Guatemala, la Thailandia e la Malesia.

I paesi semiindustrializzati - Il carattere che distingue i paesi semiindustrializzati dagli altri paesi a reddito intermedio non è costituito tanto dal livello di ricchezza mediamente elevato (reddito medio pro-capite nel 1977 pari a \$ 1315), quanto dalla importanza raggiunta dal settore manifatturiero nel totale della produzione e delle esportazioni. Per questi paesi il rapporto tra prodotti manufatti e PNL ha un valor medio del 28%, con una punta del 37% raggiunta da Taiwan, e il rapporto tra esportazioni di manufatti ed esportazioni totali ha un valore medio del 58%, con un minimo del

24% per la Turchia ed un massimo dell'80% per Taiwan.

Per comprendere il significato di queste cifre bisogna ricordare che negli altri paesi a reddito intermedio il settore manifatturiero produce tra il 10% ed il 20% del prodotto lordo e solo il 10% nella maggior parte dei paesi a basso reddito; mentre la quota di manufatti sulle esportazioni è pari al 33% per i paesi a reddito "intermedio" ed al 23% per i paesi più poveri, contro il 75% per i paesi industrializzati.

Il settore manifatturiero è cresciuto nei paesi semiindustrializzati a tassi compresi tra il 5% ed il 9% nel corso degli anni settanta, con punte massime del 12% e del 20% per la Corea del Sud e Taiwan, ed il suo rapido sviluppo è alla radice della eccezionale "performance" delle esportazioni di questi paesi. Come appare dalla tabella 4 il tasso di incremento annuo delle esportazioni di questi paesi è stato dell'11,3% nel periodo 1960/77.

TAB. 4

## PVS: CRESCITA E STRUTTURA DEL COMMERCIO ESTERO

	Crescita annuale 1960/74		Esportazioni come % del PNL (1977)	Manufatti come % del le esporta zioni (1976)
	Esporta zioni	Importa zioni		
Paesi più poveri	3.8	3.6	12	23
Paesi a reddito intermedio	7.7	8.9	19	33
di cui: NICs	11.3	9.5	14	58
Paesi OCSE	8.4	7.6	15	75

Fonte: World Bank

Questa evoluzione ha portato i NICs ad egemonizzare in breve tempo l'interscambio di manufatti con i paesi OCSE, al punto da fornire nel 1976 i 3/4 delle esportazioni di manufatti dei Pvs verso i paesi industrializzati.

La spiegazione dei formidabili risultati conseguiti dai NICs sul piano commerciale va senza dubbio ricercata nella strategia di crescita export-led che questi paesi hanno seguito negli ultimi 15/20 anni. A riprova di ciò vi sono le esperienze dell'Argentina e del Brasile, prima del 1974, che indicano come strategie del tipo "import substitution" abbiano consentito ritmi di sviluppo assai più moderati. Tuttavia <sup>che</sup> un ruolo fondamentale nel successo del modello di sviluppo seguito dai NICs ha avuto la fortunata coincidenza di una fase di rapida crescita del commercio mondiale.

va ricordato

L'interrogativo che dunque si pone è se tale successo possa ripetersi in una fase di debole evoluzione del commercio internazionale, o se piuttosto la difficoltà di promuovere le esportazioni non stia riproponendo il meno dinamico modello di "import substitution". A livello generale si rintraccia una tendenza di lungo periodo dei Pvs ad incrementare il volume dei loro scambi commerciali, seguendo probabilmente il modello costituito dai NICs: 25 altri paesi, infatti, avevano raggiunto nel 1975 un volume di esportazioni superiori ai \$ 100 milioni, mentre lo stesso valore in termini reali, un decennio prima era stato raggiunto da due soli paesi.

Alla fase attuale l'interscambio di manufatti è comunque ancora concentrato in pochi paesi e ciò fa sì che questi paesi siano particolarmente sensibili all'andamento del commercio internazionale e quindi in definitiva all'evoluzione delle economie industriali. Tale relazione sarà <sup>inoltre</sup> tanto più stretta quanto più alta sarà la componente dei manufatti sul flusso totale delle esportazioni: costituisce, quindi, un elemento di grande importanza nella valutazione della "governabilità" del debito dei Pvs.

Il "circolo virtuoso" dello sviluppo.

Dalla breve panoramica condotta sulle economie dei paesi emergenti si è visto come sia possibile individuare tre principali aggregati di paesi con caratteristiche loro proprie, e più in particolare è emerso come vi sia una profonda spaccatura all'interno dei PVSNP, tra i "più poveri" ed i "meno poveri", e come inoltre all'interno dei paesi "meno poveri" emerga un gruppo di economie particolarmente dinamiche ma anche strettamente legate nella loro evoluzione alla espansione del commercio internazionale.

Alla suddivisione per gruppi di paesi delineata in precedenza corrispondono diverse quote della produzione lorda complessiva dei PVS. In particolare secondo dati della Banca Mondiale il 16,1% dei PNL è prodotto dai paesi a reddito "basso", il 24,9% dai paesi a reddito "intermedio" ed il 59,2% da 16 NICs.

Questi dati se confrontati con la ripartizione percentuale della popolazione non fanno che confermare l'osservazione iniziale sull'esistenza di una spaccatura tra "più poveri" e "meno poveri".

TAB. 5.

PVS : Ripartizione % di PNL, Popolazione, Deficit commerciale (1977)

	PNL	Popolazione	Deficit commerciale (a)
Paesi a reddito basso	16.1	56.1	6
Paesi a reddito intermedio	24.7	20.7	26
16 NICs	59.2	23.2	68
TOTALE	100	100	100

a) si riferisce esclusivamente ai PVSNP

Fonte: Banca Mondiale, FMI.

I dati relativi ai saldi commerciali dei tre gruppi indicano come tale situazione non sembri destinata a mutare. Dalla concentrazione dei disavanzi in pochi paesi si trae, infatti, una indicazione sulla capacità che questi paesi hanno di finanziarli e per converso sulla volontà che vi è a livello internazionale di concedere loro i crediti con cui tali disavanzi vengono poi finanziati. Ciò indica anche che a poche economie è consentito di utilizzare attraverso l'indebitamento un consistente volume di risorse esterne per accelerare il processo di sviluppo. Una conferma emerge assai chiaramente dai dati sull'indebitamento netto in essere dei PVSNP verso il mercato privato dei capitali a fine 1978. A quella data, infatti, 16 NICs sono risultati destinatari del 78% dell'ammontare totale dei crediti netti concessi dal settore bancario ai paesi emergenti non produttori di petrolio.

La conclusione che si può trarre da questo insieme di indicazioni è che per un numero limitato di Pvs sembra essersi avviato un "circolo virtuoso" dello sviluppo economico. Questi paesi hanno infatti saputo assicurarsi inizialmente un flusso di risorse esterne, che ha consentito loro di avviare una politica di investimenti nel settore industriale. Ciò ha consentito la crescita del settore manifatturiero ed un rapido incremento delle esportazioni di manufatti di questi paesi sui mercati OCSE, stimolato tra l'altro da una aggressiva politica commerciale.

La brillante "performance" commerciale ha conferito a questi paesi una "credibilità" sui mercati privati dei capitali che consente loro di indebitarsi e così di finanziare la acquisizione di nuove risorse nette (deficit correnti) da impiegare nuovamente nel processo di sviluppo.

E' bene eliminare ogni impressione di automatismo dal processo di sviluppo seguito da questi paesi. Non vi è infatti una concatenazione necessaria di avvenimenti nello sviluppo di una economia, e l'inizio di un processo di accumulazione non è di per sé sufficiente ad indicare le caratteristiche che tale progresso avrà nel futuro. Tuttavia un ele

mento comune alle economie più dinamiche dei paesi emergenti è costituito dall'iniziale fenomeno di trasferimento di risorse dall'estero che ha determinato il "punto di svolta" tra il circolo "vizioso" del sottosviluppo ed il circolo "virtuoso" dello sviluppo. Questo trasferimento di risorse è stato costituito storicamente dagli investimenti diretti. A seguito però dei rapidi mutamenti geo-politici intervenuti agli inizi degli anni settanta anche la dinamica dei flussi finanziari ha subito rilevanti modificazioni, ed attualmente gli investimenti diretti non appaiono più come una componente particolarmente dinamica dei movimenti di capitali verso i paesi emergenti. Assai più importanti sono attualmente i flussi finanziari costituiti dai crediti concessi dalle banche private.

Di fronte a questo mutamento nell'importanza relativa negli apporti finanziari ai paesi emergenti rimane quindi da vedere se il "mix" di flussi finanziari che ne deriva consente a di attivare processi duraturi di crescita economica, e, comunque, come sia possibile rendere tali flussi finanziari corrispondenti alle esigenze dei Pvs.

#### Il ruolo degli apporti finanziari esterni nello sviluppo economico.

A partire dai primi anni settanta, e con particolare evidenza dopo il 1973, i flussi finanziari registrano, come è noto, una rapidissima evoluzione. Muta il ruolo dei vari debitori e creditori internazionali, e mutano in corrispondenza le caratteristiche dei debiti e dei crediti. Si modifica in altri termini, la relazione tra indebitamento e crescita economica a livello internazionale.

Una analisi dettagliata di come tale relazione si sia evoluta richiederebbe lo studio di singole realtà nazionali, perché di volta in volta diverse sono le potenzialità di crescita economica e di conseguenza diverso è il "mix" di strumenti finanziari di cui una economia può valersi. Ciononostante anche dalla ripartizione in tre gruppi, con cui abbiamo suddiviso i PVSNP, emergerà come la relazione tra inde-

bitamento e crescita economica si ponga per ciascuno di essi in termini profondamente diversi.

Prima però di analizzare più in dettaglio i diversi flussi finanziari che si dirigono verso i paesi emergenti, e che nel loro complesso contribuiscono a formare il debito di questi paesi, esamineremo alcuni punti attinenti alla problematica complessiva dell'indebitamento e dello sviluppo.

A questo proposito vale la pena di richiamare brevemente il modello che descrive la dinamica del processo di sviluppo finanziato con l'accensione di prestiti.

Esso può essere descritto, in sintesi, come l'inseguimento di due variabili che crescono a tasso composto: il debito ed il reddito.

Il primo è generato dal divario tra risparmi ed investimenti e risponde all'esigenza tipica dei paesi emergenti di attivare un processo di accumulazione (investimenti) che non sarebbe altrimenti consentito dalla povertà del paese (basso risparmio interno).

Il secondo cresce a sua volta sotto la spinta degli investimenti che i prestiti esteri hanno consentito.

Se il "gap" tra risparmi ed investimenti non si restringe il debito si accumula, e con esso gli interessi, e quindi il paese in questione deve prendere a prestito valori sempre maggiori per mantenere un flusso netto costante di importazioni (importazioni = investimenti-risparmi). La logica dell'indebitamento è dunque di supplire alla deficienza del risparmio interno nel finanziamento degli investimenti. Gli investimenti a loro volta accrescono la produttività del sistema e stimolano la crescita del reddito rendendo disponibili quelle risorse aggiuntive che sono necessarie per rimborsare il prestito. La crescita del reddito del paese determina inoltre una maggiore propensione al risparmio ed una graduale riduzione del "gap". Essa rende quindi possibile sia

il servizio del debito sia, in prospettiva, la chiusura e la inversione del "gap".

Emerge dal modello come siano assolutamente fondamentali agli effetti di una minore dipendenza dai prestiti esteri (risparmio estero) il tasso di crescita del prodotto ed il tasso di crescita del debito. Poiché il tasso di crescita del debito dipende dalle condizioni ad esso connesse, ed in definitiva dalla sua onerosità, mentre il tasso di crescita di un paese dipende dal processo di accumulazione, cioè da un processo a tempi lunghi, ne consegue che è dalle condizioni del debito (quindi dal suo tasso di crescita) che si può valutare se esso è condizione o meno di sviluppo. Se in definitiva consente o meno di andare verso una chiusura del "gap".

Dal momento che il trasferimento di risorse finanziarie non avviene unicamente sotto la forma di prestiti, ma anche sotto forma di donazioni che contribuiscono a ridurre notevolmente l'onere complessivo degli apporti finanziari, bisogna tuttavia considerare l'onere legato a tali apporti complessivi e non solo ad una particolare categoria di essi.

Ciò significa che il finanziamento dello sviluppo tramite l'accensione di prestiti è una opzione che racchiude in sé una vasta gamma di diverse possibili strategie il cui successo è legato in maniera determinante al "mix" di strumenti finanziari impiegati, e quindi alla loro onerosità complessiva.

#### Evoluzione degli apporti finanziari verso i PVSNP.

Il nuovo "mix" di flussi finanziari offerti ai Pvs che emerge con il 1973 implica dunque un nuovo impatto sullo sviluppo, e pone in modo fundamentalmente nuovo il problema della governabilità del debito di questi paesi.

Fino al 1973 i deficit di parte corrente dei PVSNP si aggiravano sui dieci miliardi di dollari ed erano finanzia-

ti prevalentemente dai paesi industrializzati. Inoltre tra i flussi finanziari provenienti dai paesi industrializzati più del 50% era di origine ufficiale e quindi veniva concesso a condizioni particolarmente vantaggiose e comunque meno onerose di quelle prevalenti sul mercato. Da allora la situazione è mutata radicalmente. L'improvviso triplicarsi del deficit corrente che accompagnò i rincari del greggio vide infatti, il settore ufficiale e le istituzioni internazionali impreparati a fornire risorse finanziarie di dimensioni tali da tappare la falla apertasi, mentre non altrettanto impreparate furono le grandi banche commerciali americane.

Esse fin dagli anni sessanta avevano iniziato ad espandere la loro attività su scala internazionale, e questo consentì loro di assorbire l'enorme flusso di liquidità proveniente dai paesi OPEC e di concederla sotto forma di crediti ai paesi il cui deficit si andava allargando in concomitanza con i surplus registrati dai paesi petroliferi.. Come è noto, di questi crediti si avvantaggiarono numerosi paesi industrializzati, come l'Italia, la Francia, l'Inghilterra. Accanto ad essi <sup>però</sup> ottennero un volume di crediti anche un numero crescente di paesi emergenti tra quelli a reddito più elevato.

La dimensione di questi paesi, nel cont'osto dei PVSNP, come l'entità del flusso dei crediti attivati fecero sì che la struttura del debito dei PVSNP risultasse profondamente modificata, oltre che notevolmente ampliata, dallo shock petrolifero: il ruolo dei creditori privati si era enormemente accresciuto. Da allora il ruolo delle banche commerciali nel finanziamento dei PVSNP è andato continuamente aumentando. Ogni deficit di parte corrente ha avuto come suo corrispettivo un nuovo processo di creazione di debito, una quota crescente del quale era ogni volta assicurata dal settore bancario.

Si stima che la quota di apporti finanziari netti fornita dalle banche private fosse nei primi anni settanta pari ad un terzo del totale, e da allora sia cresciuta fino a rappresentare poco meno dei due terzi dei flussi netti totali

nel 1978. Poiché le caratteristiche più rilevanti dei prestiti bancari sono una maggiore onerosità e scadenze di rimborso più ravvicinate che per i prestiti ufficiali, nel corso degli anni settanta si è verificato un graduale peggioramento della struttura del debito dei paesi emergenti mano a mano che la componente privata prendeva il sopravvento. Il costo complessivo degli apporti finanziari è risultato così più alto, ma nel complesso si è rivelato adeguato al volume della domanda.

La situazione internazionale muta nuovamente nel corso del 1979 a seguito dei nuovi incessanti aumenti nel prezzo del greggio: infatti, la prospettiva è che gli anni ottanta, a differenza del periodo 1974/78, siano caratterizzati da una offerta di petrolio a livello mondiale scarsa rispetto alla domanda e da una conseguente ascesa dei prezzi. Ciò significa che l' "oil deficit" dei paesi emergenti non potrà essere riassorbito che nel lungo periodo, dal momento che l'aggiustamento non potrà più presumibilmente passare per una riduzione del prezzo reale del petrolio (come è avvenuto tra il 1973 ed il 1978), ma richiederà un aggiustamento delle quantità.

Di fronte a questa prospettiva il quesito che si pone è se le banche private potranno per il futuro continuare a svolgere il ruolo fin qui svolto; e qualora possano, se siano disposte ad accrescere la propria posizione di creditori nei confronti dei paesi emergenti. In altre parole si ripropone l'interrogativo sulle caratteristiche del "mix" di apporti finanziari destinato ad emergere negli anni ottanta.

Nel caso che le banche non intendessero procedere oltre nella loro funzione di prestatrici internazionali, si presenterebbero, in linea teorica, due tipi di soluzioni alternative. La prima è data dal finanziamento delle esigenze dei PVSNP senza ricorrere a strumenti creditizi, la seconda individuando nuovi possibili prestatori di fondi.

La prima soluzione potrebbe dar luogo a diverse possibilità. Ad esempio, i paesi in surplus (OPEC) potrebbero effettuare investimenti diretti o di portafoglio nei paesi in deficit, attivando così un flusso di capitali che compenserebbe il

saldo corrente negativo. Il Fondo Monetario potrebbe emettere DSP a favore di quei paesi che abbiano dato fondo alle loro "reserve position": in questo caso si avrebbe una creazione netta di liquidità. Inoltre i paesi in surplus potrebbero seguire una più attiva politica di donazioni nei confronti dei paesi in deficit. Come è noto, tuttavia, i paesi OPEC hanno sempre preferito per il passato impiegare il grosso dei propri fondi sotto forma di depositi presso le grandi banche commerciali, in prevalenza americane, mentre gli investimenti diretti e tanto più i doni a titolo di aiuto hanno svolto una funzione secondaria.

La seconda soluzione potrebbe verificarsi se i paesi in surplus decidessero di concedere direttamente crediti ai paesi in deficit, saltando così il gradino costituito dall'intermediazione delle banche private. Una tendenza in questo senso si è manifestata in questi ultimi anni con lo sviluppo delle istituzioni creditizie e delle organizzazioni di assistenza allo sviluppo dei paesi OPEC.

Nessuna delle soluzioni accennate ha però assunto nel passato una rilevanza tale da lasciare intravedere nel prossimo futuro alternative possibili all'attività fin qui svolta dalle banche private. Anche l'intenzione manifestata da diversi paesi arabi, Iran in testa, di ritirare i propri fondi dalle banche americane, va visto come il tentativo di rompere il "monopolio del riciclaggio" detenuto dalle banche USA più che come un tentativo di imporre nuovi meccanismi di riciclaggio.

Non sembra quindi possibile individuare nel breve-medio periodo nuove forme di finanziamento dello sviluppo in grado di sostituire l'opera fin qui svolta dalle banche, e l'intervento nel finanziamento dell' "oil deficit" dei PVSNP che inizialmente era apparso come una manovra congiunturale, sembra così essersi trasformato in una componente strutturale dell'attuale assetto finanziario internazionale. In conclusione i crediti bancari con le loro caratteristiche (durata, tassi di interesse) continueranno ad influenzare in maniera

determinante il "mix" di flussi finanziari diretti verso i paesi emergenti e ad influire attraverso di esso sul processo di sviluppo di questi paesi.

#### Apporti finanziari ai paesi in via di sviluppo.

L'insieme degli apporti di risorse finanziarie ai paesi in via di sviluppo è dato da flussi finanziari estremamente diversificati tra di loro. Tale diversità è spiegata dalla varietà delle esigenze che muove i diversi paesi emergenti a domandare risorse finanziarie estere, dalla varietà delle loro condizioni economiche, dalla varietà delle motivazioni che muovono coloro che concedono i fondi.

Ogni paese in pratica utilizza un particolare insieme di apporti finanziari esteri. Tuttavia vi è una certa omogeneità nel tipo di flussi finanziari che si dirigono verso ognuna delle tre categorie di paesi in cui abbiamo suddiviso i PVSNP.

Inizieremo con una ricognizione di insieme degli apporti finanziari complessivi di cui i paesi emergenti hanno potuto beneficiare nel corso degli anni settanta. Per vedere poi come ogni categoria di apporti si sia ripartita tra i diversi gruppi di PVSNP. Tale evoluzione è indicata dalle tabelle 6 e 7. La prima indica l'apporto netto di risorse distinto secondo che provenga dai paesi appartenenti al Development Assistance Committee (DAC), e cioè dai paesi industrializzati, o dai vari raggruppamenti non-DAC come l'OPEC, i paesi a economia pianificata, od organismi multilaterali come il FMI.

Un dato significativo è costituito dalla crescita progressiva fino al 1976 delle risorse di provenienza non-DAC dovuta al nuovo ruolo dell'OPEC, e alla crescita dei flussi di provenienza del FMI. La consistenza dei flussi di provenienza OPEC si riduce in seguito man mano che si riduce all'interno dell'organizzazione il numero dei paesi ad eccedenza

TAB. 6

## FLUSSO NETTO DI RISORSE VERSO I PVS (a)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
1) Risorse DAC	19.16	23.36	31.11	35.97	49.82	54.20	67.27	NA
1.1 Flussi ufficiali	8.91	10.08	11.83	13.49	16.61	16.97	18.01	22.50
1.2 Flussi privati	8.87	9.60	10.81	14.53	23.76	23.53	31.46	34.32
1.3 Stime cred.banc. netti (b)	1.38	3.68	8.47	7.95	9.45	13.70	17.80	NA
2) Risorse NON-DAC	1.57	2.24	2.85	6.40	10.18	10.13	5.77	NA
2.1) OPEC	0.60	0.70	1.35	3.94	6.45	6.15	4.62	NA
2.2) IMF	0.08	0.33	0.14	1.26	2.76	3.08	0.42	NA
2.3) DEP	0.89	1.21	1.36	1.20	0.97	0.90	0.73	NA
3) TOTALE	20.73	25.60	33.96	42.37	60.00	64.33	73.04	NA
di cui verso i PVSNP	15.4(c)	19.6	26.8	32.4	46.5	47.7	55.4	NA

Fonte: OCSE : Cooperation pour le developpement, vari numeri

NOTA: (a) E' stato seguito il metodo adottato da Irving Friedman in "The emerging role of private banks in the developing world" p.5 consistente nella somma dei crediti bancari agli altri flussi privati e pubblici.

(b) per gli anni 1976, 1977, i dati sono presi dai dati B.R.I.

(c) media 1969/71

TAB. 7

## FLUSSI FINANZIARI NETTI DAI PAESI DAC AI PVS (miliardi di dollari)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
1) Totale flussi ufficiali	8.91	10.08	11.83	13.49	16.61	16.97	18.01	22.50
1.1) Aiuti allo sviluppo	7.66	8.55	9.37	11.31	13.59	13.66	14.69	18.50
1.1.1) Doni bilaterali	3.62	4.36	4.46	5.34	6.27	6.54	7.20	9.44
1.1.2) Prestiti bilaterali	2.70	2.27	2.64	2.92	3.55	2.96	2.88	3.75
1.1.3) Contr. ad organismi multilaterali	1.34	1.92	2.27	3.05	3.77	4.16	4.61	5.31
1.2) Altri flussi ufficiali	1.25	1.55	2.46	2.19	3.02	3.31	3.32	4.00
1.2.1) Crediti pubblici all' l'esportazione netti	0.57	0.72	1.12	0.69	1.37	1.82	2.29	NA
2) Totale flussi privati	8.87	9.60	10.81	14.53	23.76	23.53	31.46	34.32
2.1) Investimenti diretti	3.63	4.47	4.72	7.09	10.49	7.59	8.79	9.47
2.2) " di portafoglio(ban che private)	1.50	2.65	3.53	3.74	7.79	9.17	13.09	13.35
2.4) Doni di istituz.private	0.91	1.03	1.36	1.21	1.34	1.35	1.48	1.50
2.5) Crediti priv.all'esport.	2.83	1.45	1.20	2.49	4.14	5.42	8.10	10.00
3) TOTALE	17.78	19.68	22.64	28.02	40.37	40.50	49.41	56.82

Promemoria: Flusso totale  
di crediti all'exp. 1.2.1+2.5

2.32 3.18 5.51 7.24 10.39 12.5

NOTA: sul totale i crediti privati all'esportazione non coperti da garanzia erano nel 1974, 1.3 milioni di \$, 3.5 milioni di \$ nel 1975

FONTE: OCSE Cooperation pour le developpement, vari numeri.

di capitali; mentre la riduzione dei flussi netti provenienti dal Fondo Monetario è dovuta al crescente flusso di rimborsi.

All'interno dei flussi di provenienza DAC, la tabella pone in evidenza il diverso ritmo di accrescimento delle diverse componenti. Esso risulta nel periodo 1971/78 pari ad un 16% medio annuo per i flussi ufficiali ad un 21% per i flussi privati e pari ad un 74% per i flussi di origine bancaria. Questi dati consentono già, anche se in prima approssimazione, di individuare la portata dei mutamenti, avvenuti nel decennio trascorso, nel "mix" degli apporti finanziari ai paesi emergenti.

La quota dei flussi netti che viene assorbita dai PVSNP appare infine essersi mantenuta, senza variazioni, intorno al 75%.

La tabella 7 consente invece di disaggregare nelle loro componenti le voci "Flussi ufficiali" e "Flussi privati" di provenienza dei paesi DAC. Ciò rende possibile individuare l'evoluzione nel tempo dei flussi finanziari provenienti dai paesi industrializzati tanto secondo la natura (privata e pubblica) del concedente, quanto secondo il titolo a cui l'apporto finanziario è concesso (dono, a condizioni di favore, o di mercato), e secondo la natura dell'apporto (investimento diretto, di portafoglio, crediti all'esportazione).

#### Apporti finanziari ufficiali.

I "flussi ufficiali" o "pubblici" comprendono sia gli apporti a titolo di dono, sia gli apporti a condizioni liberali come i crediti pubblici all'esportazione, i quali vengono concessi a tassi inferiori a quelli prevalenti sul mercato.

Quando si parla di apporti finanziari a titolo di "aiuto" si vogliono intendere quei flussi che rientrano nell' Aiuto Pubblico allo Sviluppo (ODA nella terminologia inglese) come le donazioni o i prestiti che rispettino le seguenti

condizioni:

- siano accordati dal settore pubblico.
- si propongano come scopo essenziale di promuovere lo sviluppo economico ed il benessere dei PVS.
- siano concessi a condizioni "liberali" (nel caso di prestiti l'elemento di "liberalità" deve essere almeno del 25%).

La dinamica dei flussi ufficiali come abbiamo visto è meno sostenuta di quella dei flussi a condizioni di mercato, e ciò ha determinato una diminuzione della loro importanza relativa sul totale degli apporti finanziari dei paesi industriali. Gli "aiuti" in particolare sono andati declinando come percentuale del PNL dei paesi DAC a partire dal 1961, e se da allora si sono accresciuti, in termini nominali, ad un tasso medio annuo del 7%, al netto del tasso di inflazioni essi sono rimasti pressoché costanti.

Stando alle dichiarazioni ufficiali nel decennio in corso dovrebbe verificarsi un aumento in termini reali degli apporti a titolo di aiuto da parte dei paesi industrializzati (il rapporto impegni/esborsi che nel 1970 era pari ad 1, nel 1977 era 1,7). Tuttavia, poiché l'erogazione di questi flussi è concentrata in pochi paesi ed è effettuata prevalentemente dagli Stati Uniti, dal Giappone, e dalla RFT la dinamica degli aiuti dipende molto dagli impegni di politica estera di questi paesi. Un esempio di questo condizionamento è visibile nel nuovo incremento degli aiuti DAC nel 1978, in concomitanza con l'accrescimento degli aiuti USA ai paesi della zona mediorientale, legato agli accordi di Camp David, dopo una stazionarietà che risaliva all'interruzione degli aiuti al Vietnam nel 1975.

La diminuzione degli aiuti DAC verso i paesi più poveri è stata più che compensata dal maggior volume di aiuti provenienti dai paesi OPEC; questi sono infatti passati da 0,8 miliardi di dollari nel periodo 1969/72 ai 3,8 miliardi di dollari nel 1977. Caratteristica principale degli aiuti di provenienza OPEC è di essere concentrati nei paesi islami-

ci ed africani e quindi nell'area geografica a sud del Sahara e dell'Asia sud-orientale che comprende i paesi più poveri; ciò ha così consentito a questi paesi di vedere un incremento medio annuo dei flussi di aiuto del 10% tra il 1970 ed il 1976.

L'importanza degli esborsi a titolo di aiuto è spiegata da due ordini di motivi, e cioè dalle condizioni particolarmente vantaggiose a cui tali esborsi vengono effettuati nonché dalla concentrazione di tali esborsi nei paesi emergenti più poveri.

Per quanto riguarda il primo punto vi è infatti da notare che l'"elemento dono" (5) dell'insieme del volume di aiuti (doni e prestiti a condizioni liberali), cioè quella componente che può essere assimilata ad un contributo a fondo perduto, è stato nel 1977 pari all'85% dei versamenti ed ha raggiunto la punta del 94% per i paesi più poveri.

Per quanto riguarda il secondo punto l'illustrazione più chiara è data dai valori della Tabella 8. Tali valori indicano la concentrazione di più della metà del flusso degli aiuti nei soli paesi più poveri, e nello stesso tempo indicano l'importanza che tali apporti finanziari rivestono per le economie di questi paesi. Essi, infatti, hanno costituito il 73,6% dei flussi finanziari affluiti nel 1978 ai paesi con reddito pro-capite inferiore a 400 dollari (contro il corrispondente 9.1% dei paesi con reddito pro-capite superiore a 1000 dollari).

L'importanza degli aiuti consiste dunque nella pos-

---

(5) L' "elemento dono" o "elemento di liberalità" viene individuato attualizzando a condizioni di mercato il montante del prestito alla data della restituzione. La differenza con il valore nominale del prestito viene considerato l'equivalente dono.

TABELLA 8

## RIPARTIZIONE % DEI FLUSSI FINANZIARI TRA DIVERSI GRUPPI DI PVS

Paesi con reddito pro-capite	< \$ 400	\$ 400 ≤ \$ 1.000	\$ 1.000 <	TOTALE
1) Aiuti allo sviluppo (DAC e non DAC)	58.5	22.7	18.8	100
2) Flussi finanziari complessivi	23.6	23.6	52.7	100
3) Debito complessivo in essere a fine 1977 (a)	27.0	22.5	50.5	100
4) Servizio del debito nell'anno 1977 (a)	15.4	21.2	63.3	100

## COMPOSIZIONE % DEI FLUSSI FINANZIARI NETTI PER GRUPPI DI PVS (1978)

1) Aiuti allo sviluppo	73.6	31.9	9.1
2) Flussi a condizioni di mercato	26.4	68.1	90.9
3) Totale	100	100	100

Note: a) Paesi emergenti non petroliferi

Fonte: OCSE, *Examen* 1979, pagg. 79, 81, 282.

sibilità che danno ai paesi più poveri di disporre di risorse finanziarie che alle condizioni di mercato presenterebbero per essi costi proibitivi. A questo proposito la ripartizione percentuale del servizio complessivo del debito pagato dai paesi emergenti confrontato con la ripartizione del debito complessivo in essere a fine 1978 evidenzia in modo significativo l'alleggerimento del servizio del debito che la componente di aiuti rende possibile per i paesi più poveri.

La prospettiva di un debole incremento dei flussi di aiuti, che appare l'ipotesi più probabile nel prossimo futuro, implica già di per sé un aggravamento del servizio del debito per i paesi più poveri. Esso difatti costringe numerosi paesi a cercare risorse finanziarie sui mercati privati dei capitali; ed un peggioramento anche lieve dell'onere del servizio del debito può, in paesi dal tasso di crescita relativamente basso, vanificare prospettive di sviluppo che, come appare dagli aggregati macroeconomici, sono già abbastanza deboli.

Per i paesi con reddito pro-capite inferiore ai 400 dollari annuali il tasso degli investimenti lordo sul PNL è del 15% (ben lontano quindi dal 25% che costituisce il valor medio per l'insieme di PVS) e ben difficile appare raggiungere i valori registrati dai paesi emergenti a reddito più alto. Il risparmio interno, infatti, è andato riducendosi dal 9% del PNL negli anni sessanta all'8% nel 1976 mentre al contrario sarebbe stato necessario dedicare all'investimento una quota del PNL superiore a quella degli altri paesi; soluzione quest'ultima difficilmente praticabile per paesi il cui livello medio di reddito è già di per sé bassissimo. Anche se l'intero flusso di aiuti, pari al 4,4% del PNL, determinasse investimenti netti si arriverebbe ad un rapporto investimenti/PNL del 12,4 e quindi sempre molto inferiore ai valori medi. Quanto al finanziamento a condizioni di mercato esso è ammontato per questi paesi, nel 1976, a circa il 2,1% del PNL; ogni incremento di questo valore richiede particolare cautela poiché deve inevitabilmente essere destinato al finanziamento di attività a produttività elevata: ogni investimento a bassa

produttività o a produttività differita rischierebbe altrimenti di penalizzare la crescita futura.

Apporti finanziari a condizioni di mercato.

La crescita degli apporti finanziari netti ai PVS provenienti dai paesi DAC è a dir poco spettacolare. Essa risulta più che quintuplicata tra il 1971 ed il 1978, anno in cui raggiunge il valore di 56,5 miliardi di dollari, come appare dalla tabella 6.

Una analoga dinamica registrano i flussi finanziari a condizioni di mercato di ogni provenienza (DAC e OPEC) diretti verso i PVSNP. Essi passano da 7,4 miliardi di dollari nel 1969 a 36,2 miliardi di dollari nel 1977 con un aumento di 28,8 miliardi di dollari. Nello stesso intervallo di tempo i flussi a condizioni liberali registrano una crescita molto più contenuta, passando da 8 a 19,2 miliardi di dollari, con un aumento di 11,2 miliardi di dollari.

Il diverso ritmo di incremento degli apporti a condizioni liberali e di mercato fa sì che l'importanza relativa di questi ultimi nel finanziamento dei PVSNP cresca considerevolmente, e la loro quota sul totale degli apporti finanziari passi dal 48% nel periodo 1969/71 al 62% nel periodo 1975/77 (6).

La crescita dei flussi a condizioni di mercato avviene, tuttavia, in modo diversificato, e la tabella 8 mostra come per i paesi relativamente più ricchi tali apporti rappresentino il 90,9% del totale, mentre per i paesi più poveri essi non rappresentino che il 26,4% del totale.

Questo tipo di distribuzione non è di per sé un fat

---

(6) OCSE,

Examen : 1978, p. 118.

to negativo dato che la maggiore onerosità dei prestiti a condizioni di mercato può meglio essere affrontata dai paesi meno poveri.

Vi è però una eccezione che va tenuta presente quando si parla di maggiore onerosità degli apporti a condizioni di mercato, ed è costituita dagli investimenti diretti. Questi ultimi, infatti, pur essendo compresi in tale categoria non generano rapporti di debito tra chi effettua il trasferimento finanziario e chi lo riceve né gli oneri economici legati al servizio del debito.

Oltre agli investimenti diretti le principali voci che costituiscono gli apporti a condizioni di mercato sono date dai crediti alle esportazioni, dai prestiti obbligazionari e dai prestiti bancari. La tabella indica la ripartizione di questi flussi (con l'eccezione dei prestiti obbligazionari) tra paesi a differenti livelli di sviluppo economico, e la loro evoluzione nel tempo.

La tabella 10 consente invece di valutare l'importanza relativa dei vari apporti a condizione di mercato sul totale affluito ai PVS.

Una descrizione delle caratteristiche di questi flussi permetterà di completare la panoramica sui trasferimenti di risorse finanziarie verso i paesi emergenti e di individuare quali rapporti di debito ne derivino sia per i PVS nel loro complesso sia per i diversi sottogruppi in cui li abbiamo divisi.

A differenza tuttavia degli apporti a titolo di aiuto l'informazione disponibile sugli apporti a condizione di mercato è assai lacunosa. Per i primi l'informazione viene fornita dagli organismi ufficiali preposti all'assistenza finanziaria allo sviluppo, mentre per i secondi deve essere ricostruita facendo ricorso a fonti diverse talora incomplete, talora non sufficientemente articolate, talvolta sovrapposte, tali cioè che la loro somma genera doppi conteggi.

TABELLA 9

PVS : FLUSSI FINANZIARI NETTI A CONDIZIONI DI MERCATI  
(MILIARDI DI DOLLARI)

Paesi con red- dito pro- capite	Crediti all'esportazione (media 1975 / 76)		Investimenti diretti (media 1975 / 76)		Prestiti bancari internazionali 1977	
	\$ bn	%	\$ bn	%	\$ bn	%
< \$ 400	1.0	22	1.3	21	0.5	4
\$ 400 < < \$ 1000	1.7	36	1.0	17	3.6	26
\$ 1000 <	2.1	42	3.9	62	9.6	70
TOTALE	4.8	100	6.2	100	13.6	100
di cui OPEC	1.4	29	0.1	2	4.2	31

Fonte: OCSE

Examen 1978.

TABELLA 10

RIPARTIZIONE % DEGLI APPORTI A CONDIZIONI DI MERCATO  
RICEVUTI DAI PVS NEL 1978

	Versamenti netti	Saldi cumulativi
1) PROVENIENZA PUBBLICA	16.2	16.4
- multilaterali	5.9	7.7
- bilaterali non-DAC	4.2	3.7
- crediti all'esportazione DAC	6.1	5.0
2) PROVENIENZA PRIVATA	83.8	83.6
- crediti all'esportazione garantiti	16.8	19.4
- investimenti diretti	19.8	28.5
- obbligazioni	5.7	3.8
- prestiti bancari	38.5	30.1
- altri	3.1	1.8
3) TOTALE	100	100
(in miliardi di dollari)	57.7	331.8

Fonte: OCSE,

Examen 1979, pag. 100

Investimenti diretti - Il problema della completezza dell'informazione si pone in modo particolare per il flusso degli investimenti diretti.

In questo caso la difficoltà di rilevazione è dovuta alla modificazione stessa del concetto di investimento diretto. Tradizionalmente, infatti, per investimento diretto veniva inteso ogni versamento di fondi finalizzato al controllo di una attività produttiva attraverso la proprietà o la detenzione di una partecipazione maggioritaria. I rischi cui va incontro la proprietà di attività nei paesi in via di sviluppo ha però indotto le grandi società multinazionali, tradizionali operatrici di investimenti diretti, a mutare la propria strategia di presenza nelle economie dei paesi emergenti. In altri termini verrebbero preferiti investimenti che non siano direttamente finalizzati al controllo totale di una attività produttiva, come potrebbe essere l'acquisizione di una partecipazione maggioritaria nel capitale di un'impresa, ma che consentano forme diversificate di controllo come possono essere forme di cooperazione nella fabbricazione di certi prodotti e nell'impiego di particolari licenze o particolari accordi di gestione.

Come appare evidente investimenti che assumano queste forme risultano assai difficilmente rilevabili statisticamente, e comunque gli strumenti di rilevazione disponibili sono del tutto inadeguati. Di conseguenza i dati disponibili in materia di investimenti diretti, coprendo solo quelli che sono gli investimenti diretti nella versione tradizionale, tendono a sottovalutare questa corrente di apporti finanziari ed il suo impatto sulle economie destinatarie.

Nel complesso la dinamica degli investimenti diretti nei PVS appare abbastanza sostenuta in termini nominali: nel periodo che intercorre tra il triennio 1969/71 ed il biennio 1975/76 essi si sono triplicati, con un tasso medio di incremento annuo del 13%. In termini reali l'incremento annuo risulta essere stato del 4% tra il 1970 ed il 1978.

Il grosso degli investimenti diretti continua a con

centrarsi nei paesi a reddito medio-alto a motivo della maggiore capacità imprenditoriale e del più ampio mercato interno di cui questi paesi dispongono. Ciò consente non solo una più rapida realizzazione degli investimenti ma anche un più elevato tasso di assorbimento della produzione. I maggiori beneficiari di questi apporti sono i paesi dell'America Latina che ne hanno ricevuto circa i due terzi; e comunque paesi a reddito medio-alto.

Sembra però che vi sia una tendenza all'espansione degli investimenti diretti nei paesi più poveri (dal 14% al 21% <sup>del totale</sup> tra il 1970 ed il 1975).

Crediti all'esportazione - I crediti che i paesi industriali, ed ora anche alcuni NICs, concedono agli acquirenti di loro prodotti sotto forma di dilazioni di pagamento sono noti come crediti all'esportazione. Questa categoria di flussi finanziari è andata rapidamente crescendo negli ultimi anni in parallelo con il crescere dell'importanza che il commercio con i PVS riveste per i paesi industrializzati. I crediti all'esportazione privati sono passati dai 2,5 miliardi di dollari del 1974 ai 10 miliardi di dollari del 1978 (vedi tab. 7). Probabilmente però l'entità dei crediti all'esportazione verso i PVS è maggiore, in quanto i dati riportati includono solo i crediti coperti da garanzia pubblica; i crediti commerciali non coperti da garanzia pubblica non sono infatti rintracciabili precisamente e sono compresi tra i crediti bancari.

Nel complesso dei crediti all'esportazione di provenienza OCSE vi è stato un accrescimento della quota diretta verso i PVS dal 60% al 66% tra il 1970 ed il 1976.

Un numero assai ampio di paesi emergenti usufruisce di crediti all'esportazione concessi dai paesi industriali e tra questi anche i paesi più poveri che ne utilizzano una quota pari al 22% (vedi tab. 9). Analogamente agli altri flussi finanziari a condizioni di mercato anche in questo caso, la quota maggiore tende <sup>però</sup> a concentrarsi nei paesi a reddito medio-

-alto ed in particolare nei paesi a più rapido sviluppo economico. Tra di questi i maggiori destinatari sono Filippine, Corea, Taiwan, Indonesia, Messico, Brasile, Jugoslavia e Grecia che da soli assorbono il 41% dei crediti all'esportazione concessi dai paesi industriali. Questa concentrazione è conseguenza logica del fatto che i paesi a più rapido sviluppo economico sono anche quelli che effettuano un maggior volume di importazioni e quindi utilizzano una quota maggiore dei finanziamenti ad esse collegati. Tuttavia poiché gli 8 paesi sopracitati assorbono il 27% delle esportazioni dei paesi OCSE verso i PVS ne consegue che tali esportazioni hanno un tasso di finanziamento superiore a quello della media dei PVS. In particolare, per questi paesi il credito copre il 15% del valore delle importazioni dai paesi OCSE contro una media del 11%.

Più avanti considereremo con maggiore dettaglio il significato che i crediti all'esportazione hanno e possono assumere nell'insieme delle relazioni finanziarie e commerciali tra i PVS ed i paesi industrializzati.

#### Emissioni di obbligazioni e crediti bancari

La terza componente degli apporti finanziari privati ai PVS, costituita dai prestiti bancari internazionali, è quella che ha visto l'evoluzione più spettacolare. Paradossalmente è anche quella per la quale, la carenza dei dati non consente di effettuare confronti sulla dimensione dei flussi netti tra il periodo 1969/71 a 1975/76 come è stato possibile fare per gli investimenti diretti e per i flussi di crediti alle esportazioni.

Il ricorso al mercato privato dei capitali da parte dei PVS è avvenuto sotto due forme diverse: una è quella dell'emissione di obbligazioni sul mercato internazionale, l'altra quella del ricorso ai prestiti in valuta.

La diversità nelle condizioni e nel funzionamento

di quei due mercati ha significato condizioni di accesso per i PVS estremamente differenziate. Mentre la possibilità di procedere ad emissioni pubbliche sui mercati finanziari occidentali da parte dei PVS è stata drasticamente limitata, non altrettanto selettiva è stata la concessione di prestiti ad opera del sistema bancario internazionale. La ragione principale di questa diversità di trattamento consiste non tanto o non soltanto in valutazioni di solvibilità quanto di liquidità.

Infatti mentre il sistema bancario internazionale è stato il depositario dei surplus petroliferi dei paesi OPEC fin dal 1973 ed è stato quindi spinto alla ricerca di impieghi per l'enorme volume di liquidità che era venuto ad amministrare, gli investitori non bancari non hanno registrato un analogo accrescimento delle fonti di liquidità.

Questi ultimi hanno infatti continuato ad attingere risorse da fonti che come il risparmio interno non si sono accresciute a dismisura. Questa circostanza induce a ritenere che la rete di controlli e di autorizzazioni cui deve essere sottoposta ogni emissione estera sui mercati nazionali dei diversi paesi industrializzati risponda più alla necessità di assicurare in via prioritaria il risparmio nazionale agli impieghi interni (indebitamento pubblico, emissioni private) che all'obiettivo dichiarato di protezione del risparmiatore.

Le emissioni collocate dall'insieme dei PVS sono state nel 1976 di \$ 2.3 bn saliti nel 1977 a \$ 4.4 bn. Se si escludono i paesi OPEC le stesse grandezze sono rispettivamente di \$ 2.1 bn e \$ 3.7 bn. Il numero dei PVS che hanno emesso obbligazioni era di 11 nel 1971 ed è salito a 22 nel 1977.

Mentre si assiste dunque ad un allargamento del numero dei paesi che sono ammessi a fruire di questo mercato (particolarmente importante per i PVS a motivo della durata dei prestiti e dei tassi praticati) vi è anche una tendenza alla concentrazione dei prestiti verso un numero limitato di paesi. Tra questi i principali sono Messico, Brasile, Filip-

pine che hanno visto salire le loro quote sul totale delle emissioni obbligazionarie dei PVSNP da un terzo nel 1975, alla metà nel 1976 e ai due terzi nel 1977. Elevato ma stabile è il ricorso dei paesi a reddito più elevato tra i quali i principali sono stati Spagna, Singapore ed Israele la cui quota sul totale è passata dalla metà del 1975 ad un quarto nel 1977.

L'ultima e più rilevante fonte di finanziamenti per i PVS è costituita come è noto dai prestiti bancari internazionali. La dimensione dei flussi netti e lordi verso i paesi emergenti è ricostruibile con un elevato grado di precisione a partire dal 1975 anno in cui i paesi del "Gruppo dei 10" e la Svizzera iniziavano a <sup>comunicare</sup> alla Banca dei Regolamenti Internazionali, la posizione sull'estero, in valuta ed in moneta nazionale dei rispettivi sistemi bancari, disaggregata per paese di destinazione dei crediti concessi e di provenienza dei depositi ricevuti. Per gli anni precedenti l'unica fonte di informazione era costituita dagli annunci pubblicati sulla stampa ("Tombstones" nella terminologia inglese) dei prestiti conclusi. Tali annunci specificavano generalmente l'ammontare del prestito, i sottoscrittori, ed il destinatario, nulla specificando riguardo gli aspetti "qualitativi" del prestito quali scadenze dei rimborsi, tassi applicati, durata, etc... In sintesi dai "tombstones" era possibile ricavare indicazioni soltanto sulla dinamica dei flussi lordi degli Euro-crediti.

Un elemento di integrazione a questa fonte di informazione era ed è costituito dalle rilevazioni effettuate dalla World Bank tramite il Debt Reporting System, che tuttavia copre unicamente i prestiti ufficialmente garantiti.

Come è possibile osservare dalla tabella 6 la dinamica dei prestiti bancari verso i PVS è assolutamente spettacolare. L'inizio di una fase di crescita rapidissima coincide con il 1973 anno in cui si avvia il processo di riciclaggio dei surplus dei paesi petroliferi.

L'entità dei prestiti bancari è pari ormai a circa

il 40% di tutti gli apporti a condizioni di mercato ai PVS e ne costituisce la componente di gran lunga più importante (vedi tab. 10).

Il ruolo svolto dalle grandi banche commerciali nel finanziamento dei disavanzi petroliferi in genere, e di quelli dei PVSNP in particolare, è ormai fatto di dominio comune e costituisce probabilmente uno degli elementi più rilevanti della storia economica degli anni settanta.

Meno noto è invece come i crediti bancari si siano ripartiti all'interno dei paesi emergenti. Una indicazione in questo senso è contenuta dalla tabella 9 da cui appare come dei 13,6 miliardi di dollari che costituiscono il flusso netto di crediti bancari verso i PVS più dei 2/3 siano stati assorbiti dai paesi a reddito intermedio (400 ed oltre) mentre più della metà sia stato ottenuto dai paesi a reddito medio-superiore (1000 dollari ed oltre).

Queste ripartizioni derivano in particolare dal concentrarsi dei crediti bancari in pochi paesi: tra i PVSNP, 9 paesi hanno ottenuto nel 1977 il 75% dei prestiti. Essi sono Grecia, Spagna, Jugoslavia, Taiwan, Messico, Brasile, Argentina tra i paesi con reddito pro-capite superiore a 1000 dollari l'anno; Corea del Sud e Colombia tra i paesi con reddito inferiore ai 1000 dollari annui.

L'elevato ammontare di fondi che annualmente le banche prestano ai PVS suscita spesso negli osservatori il timore che i paesi emergenti non siano in grado di onorare impegni di tali dimensioni provocando così crisi di solvibilità. Poiché in tali occasioni i dati citati si riferiscono spesso all'indebitamento lordo e non consentono una corretta valutazione della reale esposizione del sistema bancario, nella tabella 11 sono stati riportati i crediti ed i debiti dei paesi OPEC e dei PVSNP come riportati dalla BRI, e per differenza si è calcolato l'indebitamento netto dei vari gruppi di paesi radunati per classi di reddito.

INDEBITAMENTO DI 93 PVS-NON OPEC VERSO LE BANCHE  
DEI PAESI DEL GRUPPO DIECI E DELLA SVIZZERA  
(miliardi di dollari)

	CREDITI				DEBITI				INDEBITAMENTO NETTO			
	1975	1976	1977	1978	1975	1976	1977	1978	1975	1976	1977	1978
1. OPEC	50.6	62.7	76.2	83.8	13.6	23.1	34.6	57.2	+37.0	+39.6	+41.6	+26.6
2. PVS NON OPEC con reddito procapite annuo	41.5	52.2	66.6	91.1	68.1	90.1	106.2	146.7	-26.6	-37.9	-39.6	-55.6
2.1) 1136<	20.8	26.3	30.7	46.1	31.0	41.6	50.0	70.4	-10.2	-15.3	-19.3	-24.3
2.2) 551<<1135	10.9	14.5	20.0	25.9	26.5	35.0	40.8	52.6	-15.6	-20.5	-20.8	-26.7
2.3) 281<<550	5.2	5.4	6.3	7.5	8.1	10.5	12.2	18.2	- 2.9	- 5.1	- 5.9	-10.7
2.4) <281	4.6	6.0	9.6	11.6	2.5	3.0	3.2	5.5	+ 2.1	+ 3.0	+ 6.4	+ 6.1
3. TOTALE	92.1	114.9	142.8	174.9	81.7	113.2	140.8	203.9	+10.4	+ 1.7	+ 2.0	-29.0

Nota: I paesi riportati sono quelli compresi nelle statistiche della World Bank con l'esclusione di Panama, Libano e Singapore.

Fonte: Banca dei regolamenti internazionali.

Si osserva come l'indebitamento netto sia concentrato nei paesi più ricchi: due soli paesi, Messico e Brasile, avevano a fine 1978 un debito netto pari a 38 miliardi di dollari. I paesi più poveri (reddito pro-capite inferiore a 281 dollari) al contrario risultano essere addirittura creditori netti.

#### Il debito dei PVSNP.

Il flusso annuale degli apporti finanziari fin qui esaminati ha portato alla costituzione di un debito che è andato accrescendosi.

La tabella 12 indica la crescita complessiva del volume dell'indebitamento dei PVSNP degli anni settanta e la crescita del flusso annuale di versamenti richiesti dal servizio del debito.

Il volume dei prestiti effettivamente versati è creciuto ad un tasso medio annuale del 20% nel periodo 1971/78. Nello stesso periodo il tasso di accrescimento medio annuo del servizio è stato del 22,5% con un conseguente peggioramento nel rapporto tra servizio e debito, che passa, tra il 1971 ed il 1978, da un valore di 0,13 ad uno di 0,15.

Il maggior costo del debito è dovuto essenzialmente alla crescita più rapida dei flussi di provenienza privata, rispetto ai flussi di provenienza pubblica che generalmente sono concessi a condizioni "liberali". Questo maggior costo è stato parzialmente mitigato negli anni 1976/78 dalla abbondante liquidità dei mercati internazionali del credito che stimolando la concorrenza tra le banche ha indotto queste ultime a ridurre i margini di intermediazione ("spreads" nella terminologia inglese) e ad allungare le scadenze dei rimborsi.

Tuttavia a fronte di una diminuzione media degli spreads che si è aggirata sull'1% vi è stata una crescita dei tassi di interesse sui depositi bancari in dollari del 7%, con un conseguente maggior onere in conto interessi del 6% circa.

TABELLA 12

PVSNP : VOLUME DEL DEBITO EFFETTIVAMENTE VERSATO  
E SERVIZIO DEL DEBITO (\$ bn)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979 (a)
Debito nominale	72	79	95	118	149	180	217	264	303
Debito deflazionato	/	/	/	118	171	194	228	298	342
Servizio nominale	9.4	11.1	14.0	17.8	21.0	25.5	31.4	39.2	45.2
Servizio deflazionato	/	/	/	17.8	24.2	27.5	33.0	44.3	51.1
Deflatore	/	/	/	/	1.15	1.08	1.05	1.13	1.13

(a) Basato su proiezioni

Fonte: OCDE, 1979

Tassi di interesse su euromercati in dollari a sei mesi

Dicembre 1976	Dicembre 1977	Dicembre 1978	Novembre 1979
5,38	7,50	12,31	13,94

Fonte: Morgan Guaranty-Trust, W.F.M.

Dall'esame, condotto in precedenza, sulla ripartizione per gruppi di paesi dei principali apporti finanziari è emerso come la componente più onerosa di essi, i crediti bancari, fosse concentrata nei paesi a reddito medio-alto, mentre i flussi ufficiali fossero concentrati nei paesi più poveri. Questo significa che se i paesi a reddito medio-alto hanno avuto la possibilità di accrescere rapidamente il loro ricorso a finanziamenti esteri, sono anche quelli su cui si è concentrata la maggior quota degli aumentati oneri del debito.

Sia però che si voglia valutare lo sforzo compiuto dalle banche private nel finanziamento dei paesi emergenti, sia che si voglia valutare il peso che il debito costituisce per queste economie, non è corretto utilizzare i valori nominali delle varie grandezze. Infatti il debito e le sue singole componenti acquistano dimensioni diverse se deflazionati con gli indicatori opportuni. Nella tabella precedente abbiamo riportato a titolo di esempio i valori del debito e del servizio del debito deflazionati per il valore delle ragioni di scambio tra PVSNP e paesi industriali. I valori così trovati indicano meglio l'onere che i maggiori debiti sono venuti via via rappresentando per i PVSNP: un peggioramento delle ragioni di scambio rappresenta infatti per questi paesi un aggravio del costo del servizio del debito, dal momento che una minore quantità di esportazioni sarà necessaria per far fronte ad un dato volume di rimborsi.

Analogamente per le banche l'aumento della esposizione in dollari verso i PVS va deflazionata per la perdita di valore del dollaro, al fine di valutarne l'espansione in

termini reali. Ad esempio, una parte dell'aumento del debito e del servizio deriva dal fatto che con la svalutazione della moneta USA il montante in dollari del debito contratto in altre valute tende a gonfiarsi. Poiché questa componente costituisce circa la metà del debito totale dei PVSNP essa da sola ha determinato un rigonfiamento del debito complessivo del 6% nel 1978 (+ 13 miliardi di dollari di debito, + 1,8 miliardi di servizio del debito).

Accanto alla necessaria operazione di riduzione dei valori monetari a valori reali, tali cioè che siano in grado di indicare il peso reale che i flussi finanziari esercitano nei processi economici, due altre operazioni sono necessarie per valutare correttamente l'impatto che l'indebitamento ha sullo sviluppo delle singole economie.

La prima consiste semplicemente nel valutare l'indebitamento di un paese, o gruppo di paesi, al netto delle eventuali attività finanziarie da essi detenute, in modo analogo a quanto abbiamo fatto in precedenza con i flussi di crediti bancari. Solo infatti la parte di debito netto indica il capitale realmente al lavoro nell'economia e che l'economia deve ripagare: la parte restante (debito lordo-debito netto) essendo ridepositata sotto forma di attività finanziarie dovrebbe generare un reddito più o meno equivalente ai costi.

La seconda operazione consiste nel valutare la dimensione dell'indebitamento accanto alle potenzialità delle economie indebitate: il volume del debito in assoluto non è in grado infatti di indicare se una particolare economia sia molto o poco indebitata. L'indicatore più comunemente usato per giudicare l'adeguatezza dell'indebitamento di una economia è il cosiddetto "debt service ratio" cioè il rapporto tra il servizio del debito e le esportazioni totali di beni e servizi. Si tratta, tuttavia, di un indicatore piuttosto rozzo in quanto non consente di trarre alcuna indicazione sulla dinamica del processo di indebitamento, va quindi affiancato ad elementi che consentano di valutare la evoluzione dell'economia e

dell'indebitamento. Ad esempio, nel periodo 1970/78 mentre il rapporto servizio/PNL passava dall'1,7% al 3%, il "debt service ratio" rimabeva su valori del 15%. Ciò indica come l'aumento del grado di apertura delle economie dei paesi emergenti abbia consentito loro di affrontare livelli maggiori di indebitamento, ma non può dirci nulla sulle tendenze future del debito dal momento che non tenendo conto della struttura per scadenze non consente di individuare a quale "fetta del debito" il servizio relativo ad un certo anno si riferisce.

A fronte di un valore medio del 15% per l'insieme dei PVSNP, il "debt service ratio" registra valori superiori al 20% per i paesi con reddito pro-capite superiore a 1000 dollari, fornendo così una ennesima indicazione della maggiore propensione all'indebitamento dei paesi a reddito medio-alto. Tra questi le punte massime sono registrate dal Brasile e dal Messico con valori rispettivamente del 46% e del 52%.

#### Prospettive a breve termine di finanziamento del deficit corrente dei PVSNP.

Fino a questo punto il discorso si è mosso su due piani separati: da una parte abbiamo esaminato l'evoluzione economica dei paesi emergenti nei suoi aspetti principali e nelle sue componenti più importanti, dall'altra abbiamo visto l'evoluzione dei flussi finanziari che si dirigono verso i PVS presi sia nel loro insieme che separatamente. Sono state descritte, in pratica, le condizioni che muovono la domanda di fondi e le condizioni che muovono l'offerta, e si è cercato di presentare sia la domanda che l'offerta come le risultanti di un insieme di variabili tra di loro eterogenee.

Osserveremo ora come queste due grandezze, la domanda e l'offerta, si incontrino e che conseguenze ne derivino per l'economia dei paesi emergenti in un orizzonte di breve e di medio periodo.

I fabbisogni finanziari dei PVS e cioè la domanda

di apporti finanziari, come appare dal modello illustrato in precedenza, sono determinati dall'esigenza di far fronte a cronici disavanzi di parte corrente; la somma degli apporti finanziari, con l'esclusione dei doni e degli investimenti diretti, genera il debito di questi paesi; a fronte di esso sorgono gli oneri derivanti dal rimborso degli interessi e della quota capitale, cioè il servizio del debito. La somma dei disavanzi di parte corrente, del servizio di debito e dell'eventuale ricostituzione delle riserve determina la domanda complessiva di capitali dei PVS.

E' chiaro quindi perché i recenti rincari del prezzo del greggio suscitino allarmate reazioni negli ambienti della finanza internazionale, che vedono allargarsi in misura imprecisata il disavanzo petrolifero. A tale disavanzo corrisponderà, infatti, una maggiore domanda di capitali e quindi un incremento del debito, che determinando un più oneroso flusso di rimborsi, genererà a sua volta una domanda aggiuntiva di capitali.

Se vi è una generalizzata preoccupazione su come potranno venir finanziati i deficit dei paesi emergenti, non vi è una chiara idea sulla dimensione che tali deficit potranno assumere. Dopo il vertice OPEC di Caracas del dicembre 1979, l'accordo su di un prezzo comune di vendita del petrolio sembra essere saltato, e di conseguenza risulta estremamente difficile individuare il costo unitario degli approvvigionamenti di greggio dell'insieme dei paesi emergenti nel prossimo futuro (7).

---

(7) Per avere una visione più attendibile del disavanzo petrolifero dei PVSNP andrebbero esclusi paesi che come il Messico, l'Egitto, la Malesia, pur esportando petrolio non fanno parte dell'OPEC. In tal caso è stato stimato che la crescita del disavanzo petrolifero dei PVSNP risulterebbe pressochè doppia (Morgan Guaranty Trust, W.F.M., July 1979).

Se poi i maggiori prezzi del petrolio provocheranno una nuova accelerazione dell'inflazione dei paesi industrializzati nonché una diminuzione del ritmo di incremento della attività economica, il deficit di parte corrente dei PVSNP risulterà maggiore del semplice disavanzo con l'area OPEC.

Gli effetti complessivi del rincaro del greggio sono stati comunque valutati in un peggioramento dei saldi correnti dei PVSNP di 15 miliardi di dollari nel 1979 e di 15 miliardi nel 1980. Il deficit corrente al netto dei trasferimenti risulta secondo queste stime di 45,5 miliardi di dollari nel 1979 e di 60 miliardi nel 1980. Questi valori risultano essere rispettivamente il 4,8% ed il 5,7% del PNL dei paesi emergenti non petroliferi. Essi sono praticamente uguali ai corrispondenti valori registrati nel 1974 e nel 1975 (4,8% e 5,8% rispettivamente), e sembrano indicare un impatto su queste economie analogo a quello del dopo-1973.

Qualora si ritenga accettabile l'ordine di grandezza della stima, si pone il problema di valutare se possono essere attivati apporti finanziari di pari ammontare e che ruolo potrebbero svolgere in questo contesto i crediti bancari.

Le risorse finanziarie di cui possono valersi i PVSNP, come abbiamo visto, si differenziano a seconda che generino rapporti di debito o meno; rientrano in quest'ultima categoria le donazioni a titolo di aiuto e gli investimenti diretti, rientrano nella prima i prestiti ufficiali a medio-lungo termine, i crediti del FMI, i crediti commerciali (supplier's credit), i crediti bancari.

La tabella 13 riporta l'evoluzione storica e una stima per il 1980 della domanda di fondi dei PVSNP, divisa nelle sue componenti (deficit corrente e aumento delle riserve), e l'evoluzione delle varie componenti dell'offerta. A fondo tabella abbiamo riportato inoltre la crescita dell'indebitamento verso le banche private ed i flussi di servizio del debito per 87 PVSNP. I dati relativi a queste due ultime grandezze non sono confrontabili tra di loro o con i dati del

TABELLA 13

## PVSNP : DOMANDA E OFFERTA DI APPORTI FINANZIARI

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980 (a)
1) Deficit corrente	-29.1	-36.9	-25.9	-23.1	-30.5	-45.5	-60
2) Finanziamenti che non generano debito	8.3	7.4	6.0	9.3	9.1	10.7	13
2.1) trasferimenti ufficiali	5.4	5.9	5.2	5.7	6.8	7.7	9
2.2) investimenti diretti (netti)	3.7	4.4	4.2	4.0	4.8	5.5	7
2.3) altri	-0.8	-2.9	-3.4	-0.4	-2.5	-2.5	-3
3) Variazioni lorde nelle riserve (- = aumento)	-2.5	2.0	-11.2	-11.1	-14.2	-5.0	5
4) Finanziamenti che generano debito	-23.3	27.5	31.2	24.9	35.6	39.8	42
4.1) fonti ufficiali	8.3	10.2	8.7	10.0	11.0	12.0	13
4.2) crediti del Fondo	1.4	1.6	3.1	-0.8	-0.3	0.3	1
4.3) suppliers credit	0.5	0.8	1.3	1.2	1.5	2.0	3
4.4) altri e crediti bancari	13.1	14.9	18.0	14.5	23.4	25.5	25
PROMEMORIA:							
A Crediti lordi delle banche verso PVSNP (dati B.R.)	35.5	60.0	78.8	98.7	121.7	15.0	183
B Servizio del debito ufficialmente garantito di 87 PVSNP (dati W.B.)	10.7	12.7	14.6	20.7	23.0	24.0	-
C Consistenze riserve fine anno (dati FMI)	31.7	30.5	42.0	53.6	68.8	70.4	-

a) Previsioni

Fonte: Morgan Guaranty, W.F.M. del 1979.

la tabella, in quanto provengono da fonti diverse, ma servono ad indicare la dimensione e l'evoluzione che tali grandezze hanno assunto ed in particolare la dimensione che il servizio del debito va assumendo in relazione al saldo corrente (8).

Nel complesso la situazione post-1979, per i paesi emergenti, non differisce molto da quella post-1973: anche in questa occasione i flussi finanziari ufficiali, gli investimenti diretti ed i crediti commerciali non appaiono in grado di coprire il disavanzo corrente. Quindi se i paesi emergenti non decidono di ricorrere massicciamente all'impiego delle riserve valutarie accumulate il ruolo delle banche rimarrà fondamentale ed anzi accresciuto rispetto al 1974. La crescita del disavanzo di parte corrente dell'insieme dei paesi emergenti non appare più preoccupante di quella verificatasi agli inizi degli anni settanta e non dovrebbe riuscire difficile finanziarla, ciò che invece può costituire un vincolo alla crescita dei finanziamenti privati è il volume complessivo del debito o in altri termini l'ampiezza raggiunta dall'esposizione dal sistema bancario verso i PVS.

L'evoluzione più probabile degli apporti finanziari nel breve periodo è data quindi da un incremento contenuto o forse da una stazionarietà dei flussi bancari a fronte di un prevedibile incremento dei flussi di aiuti di provenienza OPEC e di un aumento dei prestiti del Fondo Monetario.

L'attitudine delle banche nella concessione di nuovi prestiti netti sarà infatti più prudente in considerazione del livello di esposizione raggiunto e del lungo periodo che può richiedere il processo di aggiustamento dei disavanzi petrolifero alla luce della recente dinamica dei prezzi del

---

(8) I dati riportati nella tabella 13 si riferiscono all'aggregato dei PVSNP secondo la definizione del FMI, tali dati risultano quindi significativamente diversi da quelli riportati nelle tabelle 6 e 7 di provenienza OCSE.

greggio.

Al contrario l'assistenza allo sviluppo di provenienza OPEC dovrebbe accrescersi e stabilizzarsi. Nel corso degli ultimi anni i paesi OPEC hanno messo in piedi le proprie organizzazioni di assistenza allo sviluppo e ciò dovrebbe consentire loro una più agevole distribuzione diretta dei fondi. Inoltre a fronte di un surplus corrente che dovrebbe ammontare nel 1979 a \$ 59 miliardi e nel 1980 a \$ 100 miliardi è probabile che i trasferimenti netti (cioè gli aiuti) raggiungano nel 1980 il valore di \$ 8 miliardi.

Per diverse ragioni, inoltre, il FMI sembra essere in condizione di divenire una fonte di finanziamenti più importante che in passato. In primo luogo con la decisione di aumentare del 50% le quote dovrebbe accrescersi lo spazio per prestiti all'interno delle "credit tranches", e ciò dovrebbe generare 25 miliardi di dollari addizionali che potrebbero essere disponibili già nel 1980 se gli Amendements venissero ratificati dai paesi membri. In secondo luogo la costituzione della Witteveen Facility ha reso disponibili 10 miliardi di dollari a partire dal febbraio 1979, anche se, come la "Oil Facility" questo fondo ha durata limitata nel tempo. Infine, la minor necessità per i paesi industriali come l'Italia, la Francia, l'U.K. di ricorrere a prestiti del Fondo a differenza di quanto avvenne nel periodo 1974/75, dovrebbe lasciare a disposizione dei paesi emergenti l'utilizzo di un ammontare più elevato di risorse.

#### Prospettive a medio termine di finanziamento del deficit dei PVSNP.

Se dunque nel breve periodo non vi sono motivi di ritenere che vi sia il rischio imminente di una incapacità del sistema finanziario internazionale di finanziare le esigenze dei PVSNP, più arduo è invece identificare possibili rischi e difficoltà future. Tali valutazioni richiedono infatti un ardito gioco di previsioni sul futuro ritmo di sviluppo

di un insieme di variabili assai vasto.

Un tentativo in questo senso è stato compiuto dalla Banca Mondiale nel "Rapporto sullo sviluppo nel mondo". E' utile riportarne le principali conclusioni accanto alle ipotesi di base. Non si tratta di astratte esercitazioni ma di un utile accostamento anche se ipotetico tra alcune premesse e probabili conseguenze.

Nella tabella 14 sono riportate le previsioni al 1990 dell'evoluzione delle principali componenti della domanda e dell'offerta di fondi verso i PVS. Questi ultimi sono stati inoltre ripartiti in "più poveri" (reddito pro-capite inferiore a \$ 300 annui) e a reddito intermedio.

Le proiezioni sulla crescita di queste grandezze derivano dalla costruzione di uno scenario definito "di base" che si basa sul seguente insieme di ipotesi, relative al decennio 1980/90. Tra parentesi indicheremo le ipotesi su cui si basa uno scenario alternativo più pessimista.

- 1) Tasso di crescita dei paesi industrializzati del 4,2% (3,5%) annuo, contro il 3,4% registrati nel periodo 1970/80.
- 2) Tasso di crescita del commercio mondiale del 6% (5%).
- 3) Tasso di crescita delle esportazioni di manufatti (S.I.T. C. 5-9) dei PVS del 10,9 annuo nel periodo 1976/90, contro il 14,9% registrati nel periodo 1970/75. Nel 1985 i manufatti prodotti dai paesi emergenti costituirebbero il 2,6% del consumo dei paesi industrializzati ed il 12,9% delle loro importazioni di manufatti.
- 4) Il prezzo dell'energia rimane costante in termini reali.
- 5) Tasso medio di crescita del PNL dei paesi a reddito intermedio intorno al 5,5% contro il 6,2% del periodo 1970/76. Gli stessi valori per i PVS più poveri sarebbero rispettivamente 4,8% e 3,4%.

6) Tasso di incremento dei flussi netti di aiuti allo sviluppo in termini reali del 3.6% (3.1%), e tasso di incremento dei prestiti privati a medio e lungo termine del 3.9% (-1%).

Le ipotesi 1), 2), 3), 4) porterebbero ad ipotizzare per le esportazioni dei PVS una crescita del 6.5% annuo (5.2%) e cioè del 12.9% in termini nominali.

Le ipotesi 5) 6) inducono a ritenere probabile un ritmo di incremento delle importazioni dei PVS del 12.7% in termini nominali.

Dato l'andamento previsto delle importazioni e delle esportazioni il deficit corrente dei PVS dovrebbe passare dai 26 miliardi di dollari del 1976 ai 94 miliardi di dollari del 1985.

Ciò che a noi importa in questo contesto è l'evoluzione degli apporti netti di capitali esterni che viene considerata necessaria per consentire una ordinata evoluzione dei rapporti economici internazionali. Dalla tabella 14 emerge come l'insieme degli apporti necessari a finanziare, anno per anno i disavanti di parte corrente nonché l'accrescimento delle riserve generano tra interesse e quote di ammortamento un servizio del debito di circa 145 miliardi di dollari nel 1985. Un servizio del debito pari ad una volta e mezzo il deficit corrente!

Tali valori se indicano la dimensione che l'onere del debito va assumendo, non sono di per se allarmanti; anzi si rileva come a livello di aree geografiche il "debt service ratio" non raggiunga valori eccessivamente alti, pur con singole eccezioni.

L'unico corretto metro di giudizio è infatti dato dal confronto tra la velocità di crescita dell'economia e del debito, come si può ricavare dal modello esposto in precedenza. Se l'economia cresce più velocemente del reddito infatti la forbice investimenti-risparmio tende a chiudersi e la crescita del debito non costituisce di per se un fatto preoccupante.

TABELLA 14

## PVS: DOMANDA E OFFERTA DI APPORTI FINANZIARI ESTERNI: 1976-90

	Paesi a basso reddito			Paesi a reddito intermedio			Totale PVS		
	1976	1985	1990	1976	1985	1990	1976	1985	1990
Importazioni (merci e servizi)	26	90	146	275	889	1539	301	979	1685
Esportazioni (merci e servizi)	24	71	118	251	814	1448	275	885	1566
Deficit corrente	3	19	29	24	75	91	26	94	119
Interessi su debiti a medio-lungo termine	1	4	6	9	40	73	10	44	79
Ammortamento quota capitale	2	8	11	18	115	214	20	122	225
Aumento riserve	3	2	4	5	21	42	8	23	46
Totale da finanziare	<u>8</u>	<u>32</u>	<u>50</u>	<u>56</u>	<u>251</u>	<u>419</u>	<u>64</u>	<u>283</u>	<u>469</u>
Flussi ufficiali (lordi)	5	19	32	9	23	33	15	42	65
Prestiti a condizioni di mercato (medio-lungo termine) (lordi)	4	9	12	45	179	309	49	188	321
Investimenti diretti (netti)	-1	2	3	-5	23	38	-6	25	41
Trasferimenti privati e altri	/	2	3	7	26	40	8	28	41
Finanziamenti totali	<u>8</u>	<u>32</u>	<u>50</u>	<u>56</u>	<u>251</u>	<u>419</u>	<u>64</u>	<u>283</u>	<u>469</u>
A prezzi 1975	8	15	17	54	118	147	62	133	165

Fonte: World Bank, Development Report, 1979.

Ciononostante, in una situazione in cui il "debt service ratio" dopo la continua crescita nel corso degli anni settanta, dovrebbe passare tra il 1977 ed il 1985 dall'11,8 al 18,1 rimane sempre aperto il discorso sui miglioramenti apportabili alle condizioni del debito.

Cosa si può fare in questo senso nella realtà istituzionale che si è venuta a creare da quando le banche commerciali, tradizionalmente legate alla concessione di prestiti a breve-medio termine, hanno assunto il ruolo di finanziatrici dello sviluppo?

Dal momento che l'importanza dei finanziamenti di origine privata non diminuirà certamente nel futuro e che non appare possibile per le banche commerciali assumere il ruolo di banche di investimento, i miglioramenti apportabili alle condizioni del debito risiedono fondamentalmente nel rendere la struttura dell'indebitamento più elastica possibile e per ciò stesso tale da esporre meno le banche a possibili crisi di liquidità.

In questo senso una maggiore diversificazione dei prestatori e dei prenditori di fondi potrebbe consentire significativi miglioramenti anche nella onerosità e nella struttura per scadenze dei prestiti del settore bancario, attraverso una maggiore distribuzione dei rischi connessi alla esposizione verso i paesi emergenti. A fine 1977 infatti la metà del debito in essere verso privati dei PVS era concentrato in soli sette paesi, e tre quarti dell'esposizione verso i PVS delle banche americane era concentrato in sole dieci grandi banche.

Tuttavia nella anomala situazione istituzionale che caratterizza l'attuale sistema monetario internazionale, con banche commerciali impegnate nel finanziamento dello sviluppo, il tentativo di rendere meno precari gli equilibri esistenti sembra richiedere <sup>in modo particolare</sup> una migliore comprensione del comportamento degli operatori bancari internazionali per agevolare l'evoluzione delle attività da essi intraprese nella direzione più

auspicabile.

Avendo dunque in mente il ruolo che le banche private hanno nel finanziamento dei paesi emergenti, e ricordando che oltre la metà dei flussi netti concessi ai PVSNP proviene da esse, ci concentreremo nel prossimo capitolo ad analizzarne il comportamento attraverso l'analisi del mercato su cui esse operano in prevalenza e cioè l'Euromercato.

#### IL MERCATO PRIVATO DEI CAPITALI

Nel giro di un decennio le banche hanno assunto un ruolo determinante nel finanziamento dello sviluppo ed il flusso di apporti finanziari da esse fornito, come si è visto, ha ormai una influenza profonda sulle condizioni complessive del debito dei PVS, e quindi sulle prospettive di crescita economica di questi paesi. Si tratta di un fenomeno che per le dimensioni assunte non ha precedenti nella storia dei rapporti finanziari internazionali, e che soprattutto sembra avere acquisito un carattere "strutturale", tale cioè da non risultare modificabile nel medio periodo.

Come hanno potuto le banche private addossarsi un impegno di tali dimensioni, e soprattutto come ha potuto svilupparsi un mercato in grado di addossarsi gli oneri derivanti dal processo di "riciclaggio"?

A costo di allontanarci un po' dal tema centrale di questo lavoro che verte sui flussi finanziari tra paesi emergenti e paesi industrializzati toccheremo per sommi capi le ragioni che hanno portato alla crescita di questo mercato. Trascureremo di accennare alle controversie sorte intorno alla presunta creazione di liquidità da parte dei mercati internazionali del credito, o ai loro presunti effetti inflazionistici mentre affronteremo per esteso quello che sembra essere, alla fase attuale, un punto di cruciale importanza nella analisi di

questi mercati: il comportamento degli operatori che lo compongono. Una migliore comprensione del comportamento delle banche che operano sui mercati finanziari internazionali è fondamentale per stabilire se i prestiti che esse concedono ai paesi emergenti, siano suscettibili di essere aumentati o di essere migliorati nelle loro condizioni (durata ed onerosità).

Nel momento in cui ci si chiede come queste banche operino nella loro attività di finanziatrici dei paesi emergenti sorgono molteplici interrogativi. In primo luogo, il mito che vuole i mercati finanziari internazionali esempi di perfetta concorrenzialità è sufficiente a fornirci garanzie sulla razionale allocazione delle risorse che esse promuoverebbero? Si tratta poi effettivamente di mercati concorrenziali? E nel caso che si avvicinassero più a dei mercati oligopolistici quali effetti ne deriverebbero in termini di razionamento del credito? Eventuali fenomeni di razionamento sarebbero poi da imputarsi ad una "colpa" delle banche o piuttosto al cattivo funzionamento dell'attuale sistema finanziario internazionale, o "non sistema" come è stato definito?

Se da una analisi dei mercati finanziari internazionali sarà possibile individuare risposte a questi interrogativi risulterà più facile formulare delle proposte che consentano di avviare una trasformazione nelle correnti di crediti e debiti che sia più rispondente alle esigenze attuali dell'economia mondiale e, per quanto concerne questo lavoro, più rispondente all'esigenze dei rapporti finanziari e commerciali tra paesi emergenti e paesi industrializzati.

### I fattori di sviluppo dell'Euromercato

Verso la fine degli anni cinquanta le banche operanti sul mercato di Londra introducono sulla scena finanziaria una nuova forma di intermediazione, destinata ad avere rilevanti ripercussioni sul sistema monetario e finanziario internazionale.

L'innovazione prende lo spunto da un genere di operazioni, già praticato dalle banche nel periodo tra le due guerre, che consisteva nell'accettare depositi in valuta diversa da quella del paese di residenza (ad es. depositi in dollari presso una banca inglese). La differenza sostanziale tra allora ed oggi sta nel fatto che mentre nell'anteguerra questi depositi venivano reimpiegati interamente nel paese da cui la valuta era emessa (dollari negli Stati Uniti), attualmente una parte di questi depositi viene impiegata in paesi diversi da quelli di emissione (dollari in Europa).

La possibilità di effettuare quest'ultimo tipo di operazione rende estremamente attraente per le banche l'accoglimento dei depositi in valuta estera poiché accresce enormemente la varietà dei potenziali impieghi. Da ciò è derivata una impressionante crescita sulla scena mondiale dei mercati monetari e finanziari internazionali, intesi come quei mercati nei quali vengono concessi crediti in dollari ed in altre valute al di fuori del loro paese di origine.

Nonostante la rapida crescita negli anni più recenti dei mercati finanziari internazionali collocati in Canada, in Giappone e nei centri offshore il mercato di gran lunga più importante è ancora quello europeo, noto come Euromercato.

La crescita in volume dei mercati internazionali dei capitali è stata tale che l'entità dei fondi che essi possono attualmente mobilitare supera di gran lunga la dimensione dei prestiti che possono venir concessi dalle autorità ufficiali.

La ragione di questo sviluppo spettacolare va ricercata nei motivi che hanno indotto i capitali a spostarsi verso questi mercati. Per un verso sono state le caratteristiche delle operazioni attive e passive che le banche operanti sull'Euromercato sono in grado di effettuare, per un altro sono stati un insieme di elementi che hanno agito di volta in volta in maniera diversa influenzando la domanda di depositi o la domanda di prestiti sull'Euromercato.

Caratteristiche delle operazioni - Il principale motivo che induce i capitali a spostarsi dai mercati nazionali verso l'Euromercato è un motivo di rendimento, infatti le banche che operano su di esso sono in grado di offrire tassi sui depositi più alti e tassi sui crediti più bassi di quelli prevalenti sui mercati interni.

Questa maggiore concorrenzialità dell'Euromercato deriva dal fatto che esso non è soggetto alle diverse regolamentazioni esistenti sui mercati nazionali del credito come gli obblighi di riserva, i limiti nei tassi di interesse, i controlli diretti sulle transazioni con l'estero in valuta locale od estera; deriva inoltre dal fatto che esso non è soggetto agli accordi di cartello che spesso vigono sui mercati nazionali ed infine dal fatto che essendo un mercato all'ingrosso sostiene spese generali minori di quelle connesse ad un mercato al dettaglio.

Quando inoltre motivi di convenienza basati sui livelli relativi dei tassi di interesse non fossero determinanti, la superiorità dell'Euromercato su gran parte dei mercati nazionali è data dall'infinita varietà di operazioni che esso consente. E la flessibilità in termini di importi di scadenze di forme di credito può di per sé costituire sufficiente forma di attrazione per gli operatori.

La domanda di depositi e prestiti. - Se l'alto grado di sofisticazione raggiunto dall'Euromercato e condizione necessaria del suo sviluppo la condizione sufficiente risiede nelle determinanti dei flussi di domanda e di offerta di capitali.

Questi flussi sono governati dal comportamento di alcune grandi classi di operatori quali, le Banche Centrali, le banche commerciali, i governi e le imprese private che di volta in volta si pongono tra i fornitori di fondi o tra i destinatari degli impieghi di tali fondi. La storia dell'Euromercato è costituita dal loro alternarsi sulla scena internazionale

le e dal mutare delle aree geografiche da cui questi operatori provengono.

Dalla tabella 15 è possibile vedere come le banche centrali abbiano costituito storicamente una componente rilevante della domanda di depositi, sull'Euromercato anche se soggetta in alcuni periodi ad una certa variabilità. Il motivo per cui le banche centrali si sono servite dell'Euromercato risiede nella possibilità di ottenere sulle riserve da esse detenute, rendimenti maggiori di quanto non sia possibile sul mercato di New York. Per tutti gli anni sessanta il deposito di parte delle riserve sull'Euromercato era rientrato nel quadro di una normale politica di amministrazione del portafoglio ed avveniva sia direttamente sia indirettamente, tramite la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI). Questa pratica portava ad alimentare la liquidità del mercato ed alimentava quindi in periodi di tensioni speculative, gravi forze destabilizzanti. Ciò portò, nel 1971, alla stipulazione di un accordo tra le banche centrali dei paesi dichiaranti (Gruppo dei 10 più la Svizzera) con il quale esse si impegnavano a non effettuare più depositi sull'Euromercato. Tuttavia la successiva esplosione dei prezzi delle materie prime e nel 1973 del prezzo del petrolio, indusse uno spostamento delle riserve verso aree esterne all'area dichiarante, le cui banche centrali non avevano assunto alcun impegno circa l'impiego delle attività finanziarie in loro possesso: ciò determinò una ripresa del contributo delle banche centrali alla crescita del mercato. Tale contributo fu pari ad un terzo dell'incremento del volume netto a partire dal 1972.

Accanto a motivi di rendimento considerazioni di politica monetaria inducono le banche centrali a valersi in maniera diretta o indiretta dell'Euromercato. Le operazioni "swap" con le banche commerciali sono un tipico esempio di questa pratica. In questo caso, con l'obiettivo di controllare l'offerta di moneta interna, la Banca Centrale vende (compra) alle banche commerciali valuta estera a pronti contro moneta interna con la garanzia di una riacquisto (vendita) a termine;

CRESCITA DEL MERCATO DELLE EUROVALUTE (EV) ED ELEMENTI  
SELEZIONATI DELLA DOMANDA E DELL'OFFERTA (miliardi di dollari)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
- Incrementi nella dimensione netta stimata del Mercato delle E.V.	15	20	25	50	55	35	60	70	75 <sup>(b)</sup>
1 Saldi correnti per aree									
- Paesi industriali	5	8	8	10	-30	-3	-21	-28	1
- OPEC	0	1	2	5	64	31	36	28	8
- PVSNP	-8	-10	-6	-5	-21	-28	-18	-13	-20
- PEP	-1	-1	-2	-4	-7	-15	-11	-9	-10
2 Incrementi nei depositi in EV di banche centrali di cui	6	3	13	11	22	9	16	28	n.d.
di Banche centr. identif. <sup>(a)</sup>	6	2	12	9	16	7	9	25	n.d.
- Stime dei depositi OPEC non riportati	0	1	1	2	6	2	7	3	n.d.
3 Flusso lordo di fondi dai residenti USA presso il mercato delle EV	1	3	1	4	7	11	15	17	14 <sup>(b)</sup>

## NOTE :

a) depositi di banche centrali come riportati dal FMI, più i depositi dei paesi dell'Est in centri europei

b) 12 mesi terminati a giugno 1978

FONTE : World Financial Markets, Jan. 1979

la fonte come la destinazione degli impieghi dei fondi in valuta nella generalità dei casi è costituita dall'Euromercato. Altre motivazioni di politica monetaria sono costituite dall'acquisizione di riserve o dal riequilibrio del saldo di bilancia dei pagamenti a fronte di un deficit di parte corrente, al fine di difendere la stabilità del cambio.

In passato accanto alle banche centrali ed al settore bancario vi era stata una significativa presenza del settore non-bancario dalla parte delle fonti ma essa è andata diminuendo verso la fine degli anni sessanta. E' presumibile che tale riduzione sia derivata dall'inasprirsi della legislazione americana sulle uscite di capitali, nel periodo 1970/71, che scoraggiò la pratica fin allora seguita dalle multinazionali USA di depositare parte dei loro fondi sull'Euromercato.

Con l'abolizione delle restrizioni USA sui movimenti di capitali nel 1974 il deflusso di capitali americani, questa volta di natura essenzialmente anche se non esclusivamente bancaria, costituì una cospicua immissione netta di fondi sull'Euromercato: si stima che il volume complessivo di capitali, imputabili ad operatori americani bancari e non, defluito sull'Euromercato abbia contribuito per circa un quinto all'immissione netta di fondi su quel mercato tra il 1974 ed il 1978.

#### Dal riciclaggio all' "eccesso di riciclaggio".

La domanda e l'offerta di capitali che banche centrali, governi, operatori bancari e non bancari andavano facendo sui mercati internazionali determinò un interessamento crescente delle grandi banche anglo-americane per le operazioni che su tali mercati si svolgevano. Nel corso degli anni sessanta crebbe, dunque, il numero di filiali estere di queste banche, crebbe il volume di affari che queste filiali gestivano sia in valore sia in rapporto al volume d'affari complessivo della madre-banca, crebbe l'esperienza in materia di operazioni sull'estero o addirittura estero su estero. L' "international

banking" divenne una realtà che portò a successive modificazioni degli organigrammi delle banche ognuno dei quali vedeva accresciuta la dimensione e l'importanza del settore internazionale. L'espansione nel numero e nel volume delle operazioni con l'estero che caratterizzarono l'attività delle banche, in particolare americane, nel corso degli anni sessanta ha fatto parlare di "rivoluzione" dell'attività bancaria internazionale. Si trattò, in effetti, di un processo di multinazionalizzazione di tale attività che non aveva precedenti dal momento che il settore bancario non aveva mai conosciuto l'espansione multinazionale nella dimensione che essa aveva raggiunto per il settore industriale.

Nel 1973, dunque, l'elevata domanda di intermediazione finanziaria che si rivolse verso le banche, a seguito degli aumentati disavanzi di parte corrente, trovò un mercato in grado di assorbirla. Fu, tuttavia, l'insieme di operazioni di finanziamento dei disavanti correnti, più noto come "riciclaggio dei petrodollari", che determinò l'espansione decisiva dell'Euromercato. Da allora le banche private che operano sui mercati internazionali hanno accresciuto continuamente la loro sfera di attività non limitandosi al finanziamento dei disavanzi correnti (petroliferi e non) ma passando a finanziare l'accresciuto delle riserve valutarie dei paesi emergenti come dei paesi industrializzati.

Seguiamo in breve questa evoluzione.

Nel 1973 la dimensione netta stimata dell'Euromercato era di 155 miliardi di dollari (9). Nel corso dell'anno

---

(9) La dimensione netta dell'Euromercato è definita come la somma delle attività nette in valuta, come definite nel testo, delle banche; i dati disponibili si riferiscono alle banche residenti nei paesi dichiaranti e nei centri off-shore.

successivo, i paesi OPEC realizzarono un surplus dell'ordine di 60 miliardi di dollari, e le attività in eurodollari, che è stato possibile attribuire a questi paesi crebbero di 14,4 miliardi di dollari, come è possibile vedere dalla tabella 16. I paesi emergenti non petroliferi, dal canto loro, registrarono in quell'anno un disavanzo petrolifero di 18,8 miliardi di dollari.

Official Holdings of (In billions of SDRs)	Eurocurrencies						
	End of Years, 1969-75						
	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
Identified official holdings of Euro-currencies							
Euro-dollars							
Industrial countries	2.2	5.1	3.4	5.6	7.3	6.3	6.5
Primary producing countries							
More developed countries	0.6	1.5	1.6	3.1	3.2	2.9	3.7
Less developed countries	2.1	3.7	5.3	9.1	10.2	24.6	31.0
<i>Western Hemisphere</i>	0.6	1.0	1.5	3.5	4.0	5.0	5.7
<i>Middle East</i>	0.4	0.6	1.1	1.9	2.3	14.0	19.9
<i>Asia</i>	0.6	1.1	1.0	2.0	2.7	3.0	3.5
<i>Africa</i>	0.6	1.1	1.6	1.7	1.3	2.6	1.9
Memorandum item: Major oil exporting countries	0.8	1.6	2.8	3.9	4.1	17.6	24.2
Total identified Euro-dollars	4.9	10.4	10.3	17.8	20.8	33.8	41.2
Other Euro-currencies	...	0.3	1.0	3.0	4.7	5.3	6.6
Total identified holdings of Euro-currencies	4.9	10.7	11.3	20.8	25.5	39.1	47.7

Fonte: Imf. Annual Report, 1976

Accadde così che le banche private vedendo crescere considerevolmente le loro passività, a seguito degli ingenti depositi dei paesi OPEC, si trovarono nella necessità di individuare adeguati impieghi per il volume di liquidità di cui erano venute a disporre improvvisamente.

./.. La somma della dimensione netta dell'Euromercato e della attività netta sull'estero in moneta nazionale delle banche ci danno la dimensione netta del mercato privato internazionale del credito.

La domanda non mancò, e fu costituita da tutti quei paesi industriali ed emergenti che registrarono un disavanzo di parte corrente tale da non potersi fronteggiare con le sole risorse ufficiali (riserve + prestiti ufficiali bilaterali e multilaterali).

Le banche si trovarono di fronte a questo punto due ordini di problemi, uno quantitativo ed uno qualitativo, se così si può dire. Il primo consisteva nel fronteggiare gli accresciuti depositi con altrettanti prestiti e come abbiamo visto non appariva di difficile soluzione data l'elevata domanda di credito a livello internazionale. Il secondo consisteva nell'adeguare le caratteristiche dei capitali che le banche ricevevano sotto forma di depositi alle caratteristiche dei prestiti che venivano loro domandati; tale problema si pose allora in relazione alle scadenze, dal momento che i depositi OPEC erano generalmente a breve termine mentre la domanda di crediti per l'aggiustamento degli squilibri dei saldi correnti era a medio termine, e richiese alle banche di effettuare una vasta operazione di intermediazione delle scadenze".

Per quanto riguarda l'aspetto più strettamente quantitativo, l'espansione dell'attività internazionale del settore bancario si può dire che non abbia conosciuto interruzioni dopo l'improvviso accrescimento registrato all'indomani della "crisi del petrolio".

A cominciare dal 1976, tuttavia, <sup>ando</sup> la necessità di volumi crescenti di credito internazionale/scomparendo man mano che i disavanzi correnti sia dei paesi emergenti che dei paesi industrializzati si riducevano a seguito delle politiche deflazionistiche intraprese a livello nazionale e della maggiore dinamica del commercio internazionale. In concomitanza con questi sviluppi dell'economia internazionale si verificò la crescita a dismisura del disavanzo corrente USA che inondò i mercati internazionali con flussi crescenti di dollari. L'insieme di questi fenomeni determinò sull'Euromercato il preva-

lere di un'offerta netta di liquidità.

Tale liquidità, nella misura in cui determinava depositi bancari, generava contemporaneamente la necessità per il sistema bancario di individuare altrettanti impieghi, pena la riduzione della redditività del capitale. A tutt'oggi la redditività delle grandi banche non sembra però essersi significativamente ridotta ed anzi i rapporti annuali delle grandi banche commerciali americane continuano a vantare record nel reddito netto di esercizio, fornendo così l'indicazione di una soddisfacente dinamica degli impieghi. Questa indicazione risulta confermata dai dati riportati qui sotto, sulla concessione di prestiti netti sui mercati internazionali che vedono un incremento record nel 1978 pari a 110 miliardi di dollari dopo i 75 ed i 70 miliardi di dollari dei due anni precedenti.

TABELLA 17

VARIAZIONI NEL VOLUME DI PRESTITI SUI  
MERCATI INTERNAZIONALI DEI CAPITALI  
(miliardi di dollari)

	Variazioni			Volume in essere
	1976	1977	1978	1978
Prestiti bancari lordi	+ 105,6	+ 109,1	+ 213,3	903,0
Prestiti bancari al netto dei depositi interbancari	70,0	75,0	110,0	540,0

Fonte: B.R.I.

Cosa ha significato nel periodo 1976/78 l'aumento dei prestiti netti quando l'economia mondiale registrando più

contenuti disavanzi correnti avrebbe richiesto una minore intermediazione creditizia? In sintesi estrema, si può dire che le banche potendo prestare solo un minore volume di fondi ad unità in deficit (tipico ruolo di ogni intermediario finanziario) si sono risolte a prestare ad unità in surplus. Ad esempio, nel corso del 1978 l'OPEC ottiene nuovi prestiti per 18 miliardi di dollari mentre le riserve dei paesi emergenti non petroliferi crescono di 13 miliardi di dollari. La Bundesbank ha definito questa situazione "eccesso di riciclaggio"; la definizione risulterebbe forse più chiara come "riciclaggio di un eccesso di liquidità". Le banche, in altri termini, avrebbero tramutato l'eccesso di riserve valutarie mondiali - create dal deficit USA - in un "eccesso" di riserve dei paesi emergenti, esse cioè avrebbero concesso finanziamenti in misura superiore a quella strettamente necessaria per far fronte ai disavanzi correnti. Dal momento, però, che i prestiti concessi in misura superiore alle necessità correnti vengono ridepositati nella maggioranza dei casi presso il sistema bancario, ne deriva che l'effetto più appariscente del cosiddetto "eccesso di riciclaggio" è di risolversi in un insieme di partite di giro all'interno del sistema bancario che gonfiano a livello internazionale la dimensione dell'indebitamento lordo rispetto all'indebitamento netto.

Con il 1979 questa fase sembra chiudersi, ed un nuovo periodo di disavanzi crescenti renderà improbabile nuovi incrementi delle riserve e richiederà piuttosto una "combustione" di quelle esistenti nel finanziamento dei fabbisogni delle diverse economie. E' di conseguenza prevedibile una riduzione nella differenza tra indebitamento lordo e netto delle economie dei paesi emergenti, con il risultato che il debito netto potrà crescere anche a valori immutati di quello lordo.

Di fronte a questa situazione che comporta un aggravio dell'onere costituito dal servizio del debito per i paesi emergenti, i più pessimisti si chiedono se non si stia andando verso una situazione in cui, invece di assistere ad una politica di aiuti che predispone le condizioni per la concession

ne futura di prestiti, si assista ad una politica di prestiti che si trasformerà in futuro in una politica di aiuti.

#### Caratteristiche del processo di riciclaggio.

Abbiamo in precedenza accennato come all'indomani dei rincari del petrolio del 1973, le banche si fossero trovate a risolvere, nel contesto delle loro attività di intermediazione finanziaria, un problema di compatibilità tra le scadenze delle poste attive e passive del loro bilancio. Abbiamo anche definito come "intermediazione delle scadenze" l'insieme di operazioni necessarie ad assicurare tale compatibilità.

Il successo con cui le banche riuscirono a conciliare crediti e debiti di differente durata è stato generalmente riconosciuto come uno dei risultati più brillanti dell'intera operazione di "riciclaggio".

Un giudizio molto più critico è invece stato avanzato da più parti sull'operazione intrapresa dalle banche di finanziamento dei disavanzi correnti. Si sostiene che ciò da una parte avrebbe ostacolato il meccanismo "automatico" di aggiustamento, dall'altra, non subordinando la concessione di prestiti al rispetto di determinate condizioni (come avviene per i prestiti del FMI), non avrebbe facilitato alcun altro processo di aggiustamento.

Entrambi questi aspetti del processo di riciclaggio, intermediazione delle scadenze ed effetti sul processo di aggiustamento dei saldi correnti, influenzano in maniera determinante la relazione che lega l'indebitamento dei paesi emergenti ed i mercati privati dei capitali nell'attuale sistema di relazioni monetarie internazionali.

Per quanto riguarda l'attività di intermediazione delle scadenze si nota come fino al 1969 la struttura per scadenze delle poste dei bilanci delle banche operanti sull'Euro mercato fosse quella regolare di ogni intermediario finanzia-

rio: esse cioè si indebitavano a lungo termine e prestavano a breve. Nel 1974 tale fenomeno si era invertito. Ciò ha rappresentato per le banche l'assunzione di un rischio di potenziale illiquidità che avrebbe potuto verificarsi qualora una crisi di fiducia avesse portato ad improvvisi ritiri dei depositi. Se le banche giunsero a poter concedere crediti della durata di diversi anni contro depositi della durata di alcuni mesi, ciò fu possibile per l'introduzione di alcune fondamentali innovazioni tecniche la più rilevante delle quali è nota come "revolving credit" o credito rinnovabile.

L'importanza di questa particolare forma di credito può essere valutata dal fatto che essa consente ad una banca di concedere crediti a medio termine contro depositi a breve e simultaneamente di godere di una situazione di liquidità. La sua struttura è tale che pur avendo una durata di più anni, deve tuttavia essere regolarmente confermata ad intervalli fissi (generalmente di sei mesi), pena la decadenza; il tasso di interesse inoltre è variabile, ed ogni sei mesi, in occasione del rinnovo dell'accordo, viene adeguato al tasso di mercato. Forte di queste clausole una banca può così concedere un credito che di fatto è a medio-lungo termine (qualora regolarmente rinnovato) mentre nominalmente è a breve termine (tre o sei mesi). Del prestito a breve termine, presenta inoltre tutti i vantaggi: può cioè essere rapidamente rimborsato ed ha dei tassi di rendimento in linea con quelli prevalenti sul mercato. Ciò consente di ridurre grandemente il rischio di illiquidità ma anche il rischio di perdita che deriva, nel caso di passività a breve e di attività a lungo, da un improvviso aumento dei tassi di mercato.

All'iniziale allungamento delle scadenze, consentito dalla tecnica del 'revolving credit', si è sommato un ulteriore allungamento, come appare dalla tabella qui riportata, determinato dall'esigenza di offrire condizioni sempre più vantaggiose ai prenditori di prestiti, in un mercato che è stato caratterizzato negli anni 1976/79 da una abbondante liquidità e quindi da una posizione di forza del "compratore".

TABELLA 18

STRUTTURA DEI FLUSSI DI EUROCREDITI  
CONCESSI AI PVS

ANNI				
DURATA		1976	1977	1978
ANNI	1-3	2.3	3.9	2.8
	3-5	53.5	19.5	5.3
	5-7	30.7	63.9	26.4
	7-10	4.7	8.8	56.2
	10-15	/	/	6.2
NON-CONOSCIUTA		8.9	4.0	3.2
		100	100	100

Fonte: World Bank

Quanto agli effetti sul processo di aggiustamento, dei disavanzi correnti provocati dal processo di "riciclaggio", va notato, in primo luogo, che la pratica intrapresa dalle banche private di concedere crediti per il finanziamento dei disavanzi nei conti con l'estero ha avuto come effetto di scindere la relazione tra offerta di moneta interna e saldo dei conti con l'estero su cui si basa il meccanismo "automatico" di aggiustamento di tipo monetarista. Ne è risultato che il riequilibrio di questi ultimi è divenuto un'esigenza meno stringente e drammatica: l' "official asset financing" è stato costituito da un "liability financing". Queste le considerazioni che sono spesso alla base delle accuse rivolte all'Euromercato di essere un elemento destabilizzante delle relazioni economiche internazionali.

E' certamente vero che nei paesi che presentano un saldo commerciale attivo gli operatori possono decidere di depositare la valuta sull'Euromercato anziché convertirla in moneta nazionale, mantenendo così l'offerta di moneta interna immutata, ed invariato il livello dei prezzi interni, se ragioniamo in termini monetaristi. Come è vero che per i paesi in deficit vi è la possibilità, una volta praticamente inesistente, di ricorrere, anche se non indefinitamente, a prestiti sui mercati privati dei capitali con il risultato di disattivare parzialmente il meccanismo deflattivo dei prezzi previsto dallo schema monetarista. Ciò non è tuttavia di per sé un male. Lo schema monetarista di aggiustamento dei conti con l'estero infatti, sembra concepito per essere applicato in caso di squilibri "congiunturali": in tal caso, la logica punitiva, che è implicita nel meccanismo deflattivo che colpisce il paese deficitario, andrebbe vista come la sanzione che colpisce chi ha voluto spendere più del reddito di cui disponeva. Ma come applicare ferreamente tale logica a chi non ha speso più di quanto aveva ma piuttosto ha visto ridursi la capacità di acquisto del proprio reddito? Non vi è infatti in questo caso alcuna "colpa" apparente da punire. Quest'ultima è la situazione che sembra descrivere la realtà emersa con gli aumenti del prezzo del petrolio, quando cioè una modificazione strutturale delle ragioni di scambio ha impoverito alcuni paesi e ne ha arricchito altri. Come, dunque, applicare una politica deflattiva (punitiva) ad economie i cui disavanzi con l'estero sono il risultato di un impoverimento più che di un "colpevole" eccesso di assorbimento?

Ben più ragionevole sembra, piuttosto, in un contesto soggetto a modificazioni strutturali e non congiunturali, stimolare nuovi processi di accumulazione con l'obiettivo di attivare nuovi processi di produzione che possano sostituire quelli vecchi ormai in crisi.

Questo ordine di preoccupazioni o di valutazioni spettano agli organismi internazionali che accanto ad una indicazione della via da seguire, dovrebbero in concreto appron-

tare i finanziamenti necessari ad intraprendere nuovi processi di sviluppo e ad approntare nuove strutture produttive. Ma come è noto nessuna delle organizzazioni di Washington è stata in grado dal 1973 in poi di convogliare un volume di risorse finanziarie sufficiente ad affrontare esigenze di questa portata. L'Euromercato svolse perciò in quella occasione, e continua a svolgere tuttora, una funzione insostituibile nel finanziamento degli squilibri di parte corrente, dotando il sistema di quella flessibilità senza la quale si sarebbero presentate drammatiche tensioni deflazionistiche. Ha cioè consentito, almeno parzialmente, che non si scaricassero sulla domanda manovre di correzione di squilibri che derivando da mutamenti strutturali non possono essere corretti unicamente con la manovra della domanda.

Ciononostante, la logica che governa l'Euromercato è pur sempre una logica di mercato, e, come è noto, le logiche di mercato non sono tutte riconducibili necessariamente alla "mano invisibile".

Se esso ha consentito di attivare il flusso di finanziamenti, che era richiesto per fronteggiare gli squilibri correnti emersi nel dopo-1973, ciò non indica che l'Euromercato sia anche in grado di promuovere processi di aggiustamento. Al contrario, anzi, l'esperienza insegna come i capitali presenti nell'Euromercato possono attivare meccanismi perversi di speculazioni valutarie, di indebolimento dei cambi, di destabilizzazione delle relazioni monetarie internazionali.

La strada che dunque sembra necessario seguire è quella che si avvale degli appalti finanziari che l'Euromercato può fornire, dando loro, però, una razionalità di insieme che oggi non posseggono. Una affermazione del genere risulterà meno generica se riferita in particolare alle esigenze finanziarie dei PVSNP.

Si ricorderà come l'esigenza di questi paesi fosse di disporre di un adeguato flusso di finanziamenti che consen-

tisse loro di fronteggiare cronici disavanzi correnti. Essi inoltre richiedevano che gli apporti finanziari fossero caratterizzati da condizioni tali da non pregiudicare le prospettive del processo di sviluppo.

Con riferimento alla quantità di capitali, abbiamo visto in questo paragrafo, come la riuscita dell'operazione di "intermediazione delle scadenze" abbia consentito di rendere utilizzabili per la concessione di crediti un volume di capitali che altrimenti, nelle sue scadenze iniziali, difficilmente avrebbe potuto incontrare una domanda adeguata.

L'obiettivo che a questo punto ci si pone non è dunque tanto, o soltanto, di individuare come accrescere ulteriormente la quantità dei fondi che i paesi emergenti non petroliferi possono utilizzare, quanto di rendere le caratteristiche dei prestiti più rispondenti alle esigenze dei paesi richiedenti. Queste caratteristiche sono date da una maggiore distribuzione territoriale dei prestiti, che attualmente sono concentrati in un numero estremamente limitato di paesi, da un allungamento delle scadenze dei rimborsi, e da una riduzione degli oneri di rimborso.

Prima di individuare se sia possibile apportare miglioramenti in tutte e tre le direzioni indicate, o solo in alcune di esse, oppure in nessuna, è necessario appurare se il funzionamento del mercato internazionale dei capitali, già di per sé non consegua una allocazione ottimale delle risorse. In tal caso gli sforzi di razionalizzazione del sistema di relazioni finanziarie internazionali andrebbero distolti dal mercato privato dei capitali e concentrati in altre direzioni. Se però tale allocazione risultasse opinabile sotto il piano della razionalità, sarebbe allora possibile formulare delle proposte concrete suscettibili di accrescerne la razionalità. Di questo ci occuperemo nei prossimi paragrafi.

L'Euromercato è veramente un mercato concorrenziale?

Il primo punto che risulta importante chiarire se si vuole comprendere il criterio di utilizzazione delle risorse da parte dell'Euromercato, è quali forme di comportamento caratterizzano gli operatori che lo compongono. In altri termini le euro-banche tendono ad avere comportamenti tendenzialmente concorrenziali, od oligopolistici, od intermedi tra i due? E' evidente infatti che dal prevalere dell'uno o dell'altro della commistione dei due, derivano criteri fondamentalmente diversi nell'allocazione delle risorse, da parte dell'Euromercato.

La fama che tale mercato si è fatto è di essere un efficiente intermediario che mette in collegamento i diversi mercati finanziari nazionali. Facilitando il flusso dell'informazione esso avrebbe stimolato la massa e la velocità dei movimenti di capitali assumendo così un ruolo paragonabile a quello che il Federal Funds Market ha per il mercato monetario americano.

Questo tipo di considerazioni unite alle caratteristiche di mercato privato, libero da controlli, efficiente, ne hanno fatto un esempio di concorrenzialità; e questa assunzione di perfetta concorrenzialità dei mercati finanziari internazionali ricorre frequentemente nella letteratura.

Essa nasce dall'osservazione dell'elevatissimo grado di mobilità dei capitali e dalla rapidissima trasmissione dell'informazione che lo caratterizza. Elementi questi per i quali il manifestarsi di differenziali di rendimento sui diversi mercati nazionali provoca elevati e talvolta enormi spostamenti di capitali. Il risultato finale dei quali dovrebbe consistere in un livellamento dei rendimenti o in altri termini in un pareggiamento del costo del bene in questione: e cioè del credito. Se ne deduce che se con tale rapidità vengono eliminate situazioni anomale di rendimenti, il singolo operatore non potrà trarre vantaggio da condizioni diverse da

quelle vigenti nel mercato ed il prezzo sarà per lui un dato.

Il fatto che l'EM consenta rapidi spostamenti di capitali impedendo il mantenimento di tassi di interesse interni che non siano in linea con i tassi internazionali (aggiustati per le variazioni dei tassi di cambio) è certo una delle caratteristiche del mercato e ne è testimonianza la preoccupazione delle autorità nazionali che vedono minacciata la loro possibilità di perseguire obiettivi autonomi di politica monetaria.

Tuttavia alcuni fatti quali la dimensione degli operatori che compongono il mercato, la dimensione degli importi trattati, nonché la povertà dell'informazione quantitativa disponibile inducono a ritenere che l'ipotesi di libera concorrenza sul mercato dei capitali possa essere fuorviante quando non deliberatamente tendenziosa, e cioè sostenuta allo scopo di nascondere possibili rendite di posizione che viceversa deriverebbero da un comportamento oligopolistico.

Manca ancora, alla fase attuale, un insieme di contributi teorici che analizzi il comportamento degli operatori bancari sui mercati internazionali e consenta di tracciare con una certa precisione la loro funzione di offerta di credito. Tuttavia studi compiuti sul comportamento degli operatori bancari all'interno dei mercati nazionali hanno messo in luce come la massimizzazione dei profitti costituisca una approssimazione assai rozza della funzione degli obiettivi, e come sia più ragionevole supporre che accanto ad obiettivi di profitto un elemento di primaria importanza sia costituito dal mantenimento o dal raggiungimento di una certa quota di mercato.

Non è difficile ritenere che un analogo comportamento influenzi la funzione di offerta <sup>di crediti</sup> anche sull'Euromercato. A conferma di questa ipotesi vi è la significativa coincidenza tra le fasi di espansione dell'Euromercato e la adozione di politiche monetarie restrittive in alcuni paesi, che starebbe

ad indicare come le banche pur di non essere soggette a vincoli di espansione preferiscano spostarsi sui mercati internazionali nonostante questi, come è noto, consentono più ridotti margini di intermediazione. Così è nel 1957 quando per la prima volta le banche inglesi concedono a residenti inglesi crediti in dollari a causa del limite loro imposto nella concessione del credito in sterline. Così è negli anni sessanta, caratterizzati dalla proliferazione delle filiali di banche USA all'estero alla ricerca di nuovi depositi, ed ancora nel 1969 quando a seguito della politica monetaria restrittiva adottata dagli USA si verificò un improvviso aumento del volume di transazioni sull'Euromercato. A partire dal 1973, inoltre, i vasti surplus dei paesi OPEC e l'aggravarsi del deficit dei pagamenti USA forniscono abbondante liquidità sul mercato che le banche non esitano a trasformare in maggiori crediti, né la diminuzione dei tassi, registratasi nel periodo 1976/79, ha frenato l'espansione del mercato o l'atteggiamento aggressivo degli euro-banchieri nella concessione di nuovi prestiti.

Fenomeni di questo genere sembrano essere la risultante di una somma di comportamenti, delle varie banche, che rispondono al comune intento di accrescere la scala di operazioni nella misura consentita dal conseguimento di un certo utile stabilito. Ne emerge dunque con sufficiente attendibilità una funzione obiettivo degli operatori bancari caratterizzata da una massimizzazione dei depositi con il vincolo di un profitto minimo.

Senza entrare nel merito della discussione sulla misura in cui obiettivi di scala e di rendimento determinino di volta in volta il comportamento delle varie classi di intermediari finanziari presenti sui mercati internazionali, ciò che importa notare è che l'obiettivo di scala entra ed in maniera consistente nei processi decisionali dell'insieme degli operatori bancari. Tuttavia, una intera gamma di situazioni tra gli estremi della concorrenza perfetta e del monopolio preve-

dono situazioni di questo genere. L'opinione prevalente, a questo proposito, è che la compressione dei rendimenti, identificata nella compressione dello "spread" sul Libor, costituisca un indicatore dell'alto grado di concorrenzialità e del basso grado di monopolio presente su questi mercati. Ciononostante alcuni dubbi sul fatto che lo "spread" costituisca un buon indicatore di concorrenzialità inducono ad analizzarne la natura con più accuratezza prima di trarre conclusioni in questo senso.

### Lo "spread" sul Libor

L'elemento che in modo più convincente fornisce una immagine concorrenziale dei mercati internazionali del credito è certamente lo "spread" sul Libor e la sua continua riduzione nel corso degli ultimi anni. Lo "spread", cioè il differenziale di interessi o margine di intermediazione sul tasso di indebitamento rappresentato dal London Inter Bank Offering Rate (LIBOR), è visto come il rendimento delle banche, e la sua discesa sembra contestare in modo inequivocabile ogni affermazione sull'esistenza nelle banche di rendite di posizione.

Sembra legata a questo tipo di considerazioni la discussione condotta sulla stampa specializzata sull'esistenza o meno di un vincolo di profitto per le eurobanche, di un "valore di soglia" oltre il quale lo "spread" sul Libor non possa scendere. Tale discussione si basa infatti sulla convinzione che lo "spread" sia un indice significativo di rendimento (a parità di rischio, la diminuzione dello "spread" indicherebbe una riduzione dei margini di rendimento dell'operazione).

Indubbiamente lo "spread", costituendo il differenziale fra gli interessi, costituisce la voce più rilevante del reddito bancario, tuttavia ad essa se ne aggiungono altre

forse di minore dimensione, ma certo non di minore rilevanza al margine. Ci si riferisce in particolare alle diverse commissioni (fees) che accompagnano la stipulazione di qualunque eurocredito: commissione di gestione (management fee), di impegno (commitment fee), di partecipazione al consorzio di banche (participation fee) di agenzia (agency fee) per la banca agente o erogante per conto del consorzio, e dalle commissioni (note o ignote al debitore) che sono puramente di rischio.

Una conferma, in questo senso, ci proviene dalla seguente citazione tratta da un intervento del vicepresidente esecutivo di Citicorp: "Abbiamo fatto uno sforzo concertato per accrescere i nostri guadagni derivanti dal differenziale di interessi con reddito fondato sulle commissioni. Questo reddito non da interesse è cresciuto sostanzialmente e ad ogni effetto pratico nel settore estero" (10). I dati a loro volta indicano come il reddito guadagnato da Citicopr in conto "oversea fees and commissions" sia passato tra il 1970 ed il 1976 da 50 milioni di dollari a 150 milioni di dollari.

Non sembrerebbe dunque possibile considerare lo "spread" come una remunerazione del rischio più i costi operativi. Più precisamente, in passato, finché il mercato era "del venditore" e le banche potevano discriminare tra potenziali debitori, variando il margine sul Libor, tale margine assumeva la forma di remunerazione del rischio; trasformatosi l'Euromercato, nel periodo 1976/79, in un mercato "del compratore" lo "spread" non ha più indicato la remunerazione completa del rischio: la sua diminuzione, a parità di rischio, non ha infatti indicato più minori rendimenti a causa dell'esistenza della variabile cuscinetto costituita dalle varie commissioni.

Da questa osservazione deriverebbe che lo "spread"

---

(10) CITICORP, "Diversification in International Banking", 1977.

è piuttosto un indicatore di liquidità internazionale che di rischio, dal momento che esso non indica che una parte della remunerazione del rischio. Le determinanti dello "spread" in fatti sono di due tipi: macroeconomica (liquidità internazionale) e microeconomica (remunerazione del rischio). La diminuzione dello spread può essere spiegata, in termini macroeconomici, da un incremento della liquidità internazionale non fronteggiato da una sufficiente domanda di crediti che determina una concorrenza tra le banche nella concessione dei prestiti, come può essere spiegata in termini microeconomici, da una riduzione del rischio dei prestiti concessi. Quest'ultima spiegazione come abbiamo visto non regge dal momento che vi sono remunerazioni aggiuntive, anche se spesso occulte, che compensano la discesa dello "spread". Ciò spiega anche il motivo per cui "certi" paesi, considerati molto rischiosi possono uscire sul mercato a più riprese, a "spreads" immutati. Questi paesi infatti giocano sul fatto che lo "spread" sul Libor sia un indicatore di rischio per cui, per ragioni di credibilità internazionale, ci tengono a ridurli o lasciarli immutati. E le banche accettano questo gioco recuperando da altre parti quanto non possono ottenere dagli "spreads" (11).

Sembra così possibile concludere che né la riduzione degli "spreads", né il loro livellamento per le diverse classi di creditori, indica un fenomeno di "clearing" del mercato di tipo concorrenziale, dal momento che lo "spread" non è che uno degli elementi dell'utile bancario.

### Elementi oligopolistici

Mentre dunque risulta difficile provare la natura concorrenziale dell'Euromercato, a favore della tesi opposta secondo la quale sul mercato internazionale dei capitali prevalgono comportamenti oligopolistici, si registra un insieme di elementi tra i quali citeremo la scarsità dell'informazione, la "disomogeneità" del prodotto, la dimensione degli operatori in relazione al mercato.

---

(11) REMY COHEN, dattiloscritto, 1978.

Il primo di questi punti, la carenza di informazione, è spiegabile con il fatto che un gran numero di transazioni sui mercati internazionali avvengono in segreto o senza che vengano dichiarate le condizioni finali degli accordi. Come è noto, la stessa dimensione netta dell'Euromercato è oggetto di stime, e solo dal 1975 è possibile valutare le dimensioni dei flussi dei capitali bancari disaggregati per paesi di destinazione o di provenienza. Se vi è una carenza d'informazione sulla dimensione complessiva dei mercati, le singole transazioni come già accennato, rimangono spesso sconosciute. La pubblicazione dipende unicamente dalla volontà dei contraenti, e ovviamente risponde unicamente a considerazioni di prestigio. Ne consegue che un determinato paese pubblicizzerà solo un eurocredito superiore ad un certo ammontare, o con uno "spread" particolarmente basso, mentre una certa banca pubblicizzerà un "syndicated loan" particolarmente prestigioso da essa organizzata e così via. Le notizie relative ad un prestito inoltre si riducono spesso alla dichiarazione dell'aumentare del prestito e alla entità della "spread", mentre le informazioni necessarie comprendono diversi elementi relativi alla tecnica del rimborso come il "periodo di grazia", la durata dei rimborsi, l'ammontare di essi, senza dei quali non è possibile risalire al "prezzo" del credito.

Un secondo elemento da tener presente nell'analisi del mercato del credito è che sotto tale complessiva definizione si celano le domande e l'offerta per una varietà di servizi tra di loro spesso molto diversi. Risulta cioè spesso impossibile identificare una "omogeneità del prodotto". Come già più volte accennato i crediti si differenziano tra loro non solo in relazione all'aumentare, o alle scadenze, ma anche alle forme di ammortamento, e alle forme di garanzia richieste.

Non solo, prestiti tra di loro identici per altri versi possono richiedere di volta in volta servizi collaterali che solo pochissimi operatori possono talvolta offrire. Si

consideri ad esempio che se molte sono le banche interessate nella concessione di crediti al di fuori dei confini nazionali (cross-border), poche o pochissime banche sono in grado di valutare il grado di rischiosità legato a particolari impieghi in determinate aree del mondo. E tali patrimoni di conoscenza sono custoditi in modo particolarmente geloso, data la influenza che con essi si può esercitare sul comportamento del mercato.

Per quanto riguarda, infine, la dimensione degli operatori in relazione alla dimensione del mercato, abbiamo già visto, in occasione dell'analisi dei flussi finanziari concessi ai paesi emergenti, come poche grandi banche egemonizzassero quote assai elevate del volume complessivo di affari, rendendo poco plausibile l'ipotesi di assenza di "barriere all'entrata" di qualsiasi tipo.

Sembra così di essere giunti ad una prima conclusione parziale: se la frammentazione del mercato non consente di giungere ad affermazioni generali sulla sua struttura, (è più corretto parlare di un insieme di mercati per ogni forma particolare di credito) è però possibile respingere ogni tipo di affermazioni generali ed in primo luogo quella secondo cui i mercati internazionali dei capitali sarebbero un esempio di concorrenzialità.

Non vi sono infatti attendibili indicatori per affermarlo e l'evidenza per di più appare contraria a conclusioni in quel senso. Ad ogni modo una più precisa immagine del mercato si ha con la suddivisione delle banche operanti sui mercati internazionali, in base al ruolo che svolgono nei "syndicated loans", e cioè in "Leading Banks" e "Participating Banks".

Le "Leading" sono le banche che combinano il prestito stabilendone le modalità e l'ammontare e sono in genere banche di elevate dimensioni, tali comunque da essere in grado di raccogliere fondi che spesso superano l'ordine dei 50

miliardi di dollari. Le "Partecipating Banks" sono invece, in genere, banche di dimensioni più ridotte, le quali sottoscrivono delle quote del prestito complessivo di entità variabili, in base a criteri di portafoglio.

La separazione tra le due categorie sembra essere abbastanza netta, ed è improbabile che una piccola banca possa raggiungere lo status di "Leading Bank". In altri termini vi è una serie di barriere all'entrata, che delimitano in modo abbastanza netto il gruppo delle "Leading Banks"; tra queste le più rilevanti sembrano essere costituite dalla vastissima rete di relazioni, e dal patrimonio di esperienza di cui una "Leading Bank" dispone nonché dalla capacità che essa possiede di impegnarsi per importi assai elevati.

Mentre il comportamento delle "Leading Banks" è di tipo chiaramente oligopolistico, un comportamento di tipo concorrenziale prevale, al contrario tra le "Partecipating Banks".

Quest'ultima categoria di banche tende, tuttavia, a modellare il proprio comportamento su quello delle grandi banche in maniera indifferenziata.

Ciò tra l'altro costituisce una minaccia per la stabilità del mercato, in una situazione di riduzione degli "spreads" e di allungamento delle scadenze. Infatti, le "Leading Banks" compensano la riduzione degli "spreads" con commissioni che arrivano a costituire un quinto del reddito percepito sui crediti concessi (12), e ciononostante con l'allungarsi delle scadenze l'ammontare percepito sotto forma di commissioni corrisponde ad una sempre minore riduzione dello "spread". Per le "Partecipating Banks" la quota delle commis

---

(12) Euromoney, May 1978.

sioni è significativamente minore, senza, tuttavia, che il minore reddito percepito le induca a desistere dalla partecipazione ai sindacati di prestito, con la conseguenza che esse risultano maggiormente esposte a rischi di perdita. Queste banche costantemente alla ricerca di maggiori quote di mercato non conoscono "valori di soglia" del profitto; come ha affermato significativamente un banchiere : "non vi è livello magico per le nuove banche".

### Il razionamento del credito

Il mercato internazionale del credito è caratterizzato al suo interno da forme diverse di comportamento. Non sembra tuttavia difficile vederne emergere come caratterizzati, dei comportamenti oligopolistici, non fosse altro che per il peso esercitato dalle "Leading Banks", o per il fatto che il comportamento concorrenziale delle "Participating Banks", è pur sempre delimitato dai canni delle "Leading".

Ora la caratteristica di un comportamento oligopolistico, quale sembra essere quello delle banche operanti sui mercati internazionali è generalmente di portare alla determinazione di un prezzo superiore a quello che si avrebbe in libera concorrenza. Tuttavia come abbiamo visto vi sono validi indizi che inducono a ritenere che l'oligopolista, trovandosi di fronte una certa funzione di domanda, possa scegliere obiettivi di quantità piuttosto che di prezzo.

Questo sembra essere il comportamento delle banche. La principale conseguenza di tale atteggiamento è che, avendo la variabile prezzo una rilevanza secondaria rispetto alla variabile quantità, la offerta di credito è scarsamente sensibile alla remunerazione conseguibile : il tasso di interesse.

Ciò significa anche che risultano estremamente probabili fenomeni di razionamento del credito dove con il termine razionamento si indichi quella situazione in cui l'offerta

non è disposta a venire in onta alle esigenze della domanda per qualunque prezzo (tasso di interesse) questa sia disposta ad offrire.

L'esperienza italiana tra il 1974 ed il 1976 costituisce in questo senso un esempio di comportamento discriminatorio verso la domanda. In quel periodo infatti si registrò una sospensione completa dei flussi di capitali privati a lungo termine verso il nostro paese. Si addusse come motivazione l'esistenza di un troppo alto "rischio Italia", mentre però capitali continuavano ad affluire verso paesi che, come lo Zaire, avrebbero giustificato preoccupazioni ben maggiori in termini di solvibilità.

Razionamento nell'offerta e discriminazione sono una conseguenza naturale del potere di mercato che si accompagna alle posizioni monopolistiche. Sul mercato delle merci sono unanimemente condannati come fenomeni che conducono ad una cattiva allocazione delle risorse.

Meno agevole giudicare negli stessi termini il mercato creditizio. Esso è infatti per sua natura un mercato fiduciario in cui cioè lo scambio non avviene nel presente (merce contro denaro) ma in uno spazio di tempo (denaro oggi contro promessa di restituzione in futuro). La fiducia del creditore nei confronti del debitore e della sua promessa di pagamento, costituisce, così, un elemento fondamentale e caratterizzante quella particolare forma di scambio che è il credito.

Man mano che si riduce l'elemento fiducia si accresce l'elemento rischio, e quanto esso è maggiore, maggiore deve essere la remunerazione per chi lo assume. Tanto maggiore dovrebbe essere quindi il tasso di interesse di un prestito quanto meno è affidabile (o conosciuto) il debitore.

Se però la fiducia manca, o è scarsa, non vi saranno tassi per quanto alti che giustifichino la concessione di

credito. Questa logica non è un presupposto di discriminazione ma è piuttosto una garanzia di ordine e stabilità del mercato creditizio.

Dunque il tasso di interesse comunque aggiustato per tener conto delle varie commissioni non è la variabile che può sempre e comunque equilibrare domanda e offerta. Fino ad un certo punto esso è in grado di assolvere questo compito, ed è quindi anche un indicatore dell'emergere di posizioni monopolistiche o concorrenziali, ma oltre tale punto scatta un meccanismo di "preferenze per la liquidità" delle banche tale che l'offerta di credito cessa.

In altri termini vi è una fascia di valori del tasso di interesse all'interno della quale vi può essere discriminazione e vi può essere razionamento. Al di sopra di essa, e cioè oltre un certo valore "limite" del tasso di interesse, non vi potrà essere incontro tra domanda e offerta, e tale mancato incontro non rappresenterà discriminazione ma sarà piuttosto indice di un "prudente" funzionamento del mercato. Se dunque può essere ragionevole "non avere fiducia" e non concedere credito, è altrettanto ragionevole il criterio con cui si giunge alla valutazione del rischio? ed in particolare a che considerazioni risponde?

Intorno a questi interrogativi è in corso una fioritura di studi, obiettivo dei quali è l'identificazione dei criteri con i quali le singole banche stabiliscono se prestare o meno ad una determinata economia ed il grado di rischio associato ai crediti verso un certo paese (country risk). Se utilizziamo la terminologia, sopra adottata, della "fascia" di valori del tasso di interesse e del valore "limite" di tale fascia, possiamo dire che obiettivo di questi studi è l'individuazione del "tasso limite" oltre il quale non conviene effettuare nuovi prestiti ad una particolare economia.

Non cercheremo di individuare quali siano nelle ban

che i meccanismi di formazione dei giudizi di "credibilità" (creditworthiness), trattandosi di un problema complesso che non è possibile affrontare di sfuggita come risulterà dalla seguente citazione, tratta da una pubblicazione dell'UBS.

"Quando si tratta di valutare un paese, il giudizio va basato su criteri economici, politici e socio-economici. I primi implicano la conoscenza di tutti i rilevanti indicatori economici del paese in oggetto come il prodotto lordo, il tasso di inflazione, i principali dati della bilancia dei pagamenti, l'andamento delle riserve valutarie, e informazioni possibilmente dettagliate sull'indebitamento verso l'estero con relativo calendario delle scadenze".

In sintesi ciò significa che le condizioni "oggettive" dell'economia e la capacità delle autorità governative di influire sull'economia stessa concorrono a formare il giudizio sulla affidabilità che questo o quel paese daranno in futuro.

Si nota comunque che per quanto sofisticate siano le proiezioni che i banchieri possono elaborare sull'andamento futuro di un'economia, rimane sempre da determinare quale sia il meccanismo di formazione delle aspettative dei banchieri di fronte ad un insieme "oggettivo" di informazioni.

### I vincoli istituzionali

Ai fini di questo lavoro non interessa tanto la metodologia seguita da una banca nel valutare la "creditworthiness" di un paese né il peso che valutazioni soggettive (condizionamenti politici o di altro tipo) possono avervi; interessa piuttosto porre in luce come tali valutazioni siano legate ad uno specifico contesto "istituzionale". Cercheremo di chiarire meglio questo punto.

Come osservato in precedenza le banche private si sono trovate per la prima volta in questo decennio a finanziare in modo massiccio i paesi emergenti; diremo dunque in modo

sintetico, anche se approssimativo, che tali banche si sono trovate a finanziare lo sviluppo. Tale compito è stato tradizionalmente affidato in misura prevalente ad organizzazioni ufficiali sia bilaterali che multilaterali, che in genere non rispondono a logiche di stretta economicità, e che comunque non hanno come primo e prevalente obiettivo il conseguimento di un certo profitto. Ciò consente a tali istituzioni di concedere crediti a condizioni più vantaggiose di quelle presenti sul mercato ed in particolare con scadenze spesso molto su periodi a quelle connesse ai prestiti di mercato.

Dal momento che scadenze brevi comportano un elevato servizio del debito è facilmente comprensibile come scadenze lunghe o molto lunghe siano di fondamentale importanza per i paesi emergenti il cui lento tasso di crescita impone lunghi tempi di restituzione dei prestiti ottenuti.

Le banche commerciali però, per quanto forniscono risorse finanziarie a questi paesi sono storicamente ed istituzionalmente legate all'intermediazione a breve e medio termine e non possono spingersi in quella a lungo termine se non vogliono rischiare situazioni di illiquidità. Ne deriva perciò che tali banche non concederanno prestiti a taluni paesi che valuteranno "rischiosi" sul piano della solvibilità, non tanto perché incapaci di ripagare il debito ma perché incapaci di ripagarlo nei tempi richiesti.

Come è evidente i paesi più "rischiosi" sotto questo punto di vista saranno i paesi emergenti e quelli più indietro sul sentiero dello sviluppo in particolare. Un paese a rapido sviluppo economico, infatti, può generare il flusso di risorse necessarie al rimborso di un prestito in tempi minori di un paese il cui tasso di crescita sia più lento.

L'attuale sistema di relazioni finanziarie internazionali è dunque caratterizzato da una contraddizione di fondo, data dal fatto che istituzioni legate all'intermediazione a breve si trovino ad effettuare un tipo di finanziamenti che,

come quelli allo sviluppo, sono per natura a lungo termine.

Da questa contraddizione che definiremo di natura "istituzionale" deriva che la valutazione di "rischiosità" che le banche private danno ai prestiti concessi a determinati paesi possa risultare perfettamente "ragionevole" dal punto di vista della banca, ma niente affatto "ragionevole" agli effetti di una distribuzione ottimale delle risorse. In altri termini, i criteri che le banche adottano per valutare il coefficiente di rischio del loro portafoglio, potrebbero essere in astratto assolutamente corretti, imparziali, oggettivi e ciononostante del tutto inadeguati.

Il motivo di questa contraddizione sta nella rapidità degli eventi storici susseguitisi in questi ultimi nove-dieci anni, dai surplus OPEC ai deficit USA, che hanno alterato il sistema finanziario internazionale senza che le istituzioni fossero in grado di adeguarsi alla nuova realtà. Le banche commerciali si sono trovate così a gestire trasferimenti internazionali di risorse con strutture ideate per compiti ben diversi.

Gli effetti della situazione descritta si manifestano nella diversa consistenza dei flussi di capitali privati che si dirigono verso paesi con diverso livello di reddito. Per ovviare alle conseguenze di un fenomeno che penalizza in modo particolare i paesi emergenti più poveri, precludendo loro l'accesso ai capitali privati, sono in corso di sperimentazione forme di finanziamento congiunto tra banche private ed istituzioni pubbliche quali le varie banche regionali di sviluppo e la Banca Mondiale (confinanziamento) o forme di finanziamento privato con copertura assicurativa pubblica (assicurazione dei crediti all'esportazione). Esamineremo in seguito ed in maggior dettaglio il significato e le prospettive che questa forma di collaborazione tra istituzioni private e pubbliche hanno nel quadro di una conciliazione tra logiche di breve e logiche di lungo periodo.

Qui di seguito, cercheremo invece di comprendere, at

traverso i dati sull'esposizione in essere verso diversi gruppi di paesi, che criteri adottati una grande banca commerciale per concedere prestiti ai paesi emergenti e per non esporsi nello stesso tempo in modo tale da rischiare situazioni di il liquidità. In definitiva per continuare ad operare nonostante la "contraddizione istituzionale" insita nell'attuale sistema di relazioni finanziarie internazionali.

#### Criteri di ripartizione dei crediti esteri di una banca.

Nel capitolo precedente abbiamo visto come il settore privato si comporti nel suo insieme nella concessione di prestiti ai paesi emergenti. Qui invece considereremo la politica seguita da un singolo operatore in relazione alla propria esposizione verso l'estero ed in particolare verso i PVS. Tra le varie grandi banche abbiamo preso in considerazione la Citibank di New York sia per l'elevato volume di operazioni che essa svolge sull'estero, sia più banalmente per la disponibilità dei dati sulla ripartizione per gruppi di paesi dell'esposizione in essere.

Come per tutte le grandi banche americane anche per Citibank, il processo di espansione dell'attività sui mercati esteri è andato crescendo durante gli anni sessanta. Tuttavia la espansione più rapida si è avuta dopo il 1972. I profitti netti percepiti da Citibank su attività USA passavano tra il 1972 ed il 1976 dal 46% al 28% per effetto di una maggiore redditività delle attività estere ma anche per una loro crescita in volume. Queste ultime ammontavano nel 1976 al 57% delle attività totali della banca; le attività sul mercato finanziario nazionale americano scendevano così a meno della metà del totale.

Ad una presenza così rilevante sui mercati internazionali, si è accompagnata una evoluzione dei criteri in base ai quali la banca concede credito.

Dalla tabella 19 sarà possibile ricostruire come la

## RIPARTIZIONE PERCENTUALE DEGLI IMPIEGHI SULL'ESTERO DI CITICORP (1977) (a)

	Prestiti in valuta locale	Prestiti garantiti in valuta estera	Prestiti non garantiti in val. estera		Totale	Totale (\$ milioni)	Ripartizione % per gruppi di paesi
			Scad. inf. a 1 anno	Scad. sup. a 1 anno			
1) Paesi ind.	64	-	16	20	100	16.931	48
2) OPEC	33	7	28	32	100	4.536	13
3) PVSNP (b)	29	6	25	40	100	12.974	37
3.1) A reddito alto	26	5	22	47	100	1.457	4
3.2) A reddito medio-sup.	37	7	12	45	100	4.694	13
3.3) A reddito medio	27	4	33	36	100	4.668	13
3.4) A redd. medio-inf.	17	5	40	38	100	1.646	5
3.5) A reddito basso	36	17	21	26	100	509	1
4) TOT.	46	3	21	30	100	34.959	100

NOTA: (a) Non sono stati riportati i prestiti a paesi socialisti che ammontano a circa un 3% del totale.

(b) La ripartizione dei PVSNP segue le definizioni adottate dalla World Bank nel 1978

FONTE: CITI CORP ANNUAL REPORT, 1978

banca impieghi un insieme di criteri per minimizzare il coefficiente di rischio del proprio portafoglio estero.

Una prima componente del credito concesso all'estero è data dai prestiti in valuta locale (credito in lire in Italia), sui quali non pesa il "rischio paese" ma solo quegli stessi rischi che sono associati al credito interno. Essi come vediamo costituiscono la grande maggioranza dei crediti concessi ai paesi industriali, mentre ammontano a meno di un terzo dei prestiti ai PVSNP.

Gli impieghi in valuta locale sono stimolanti nei paesi industriali dalla presenza di efficienti mercati monetari nazionali (oltre a motivi speculativi legati alla svalutazione del dollaro) mentre nei PVSNP sono determinati dalla immunità al "cross-border risk" cioè al rischio che deriva dal pagamento del servizio del debito in valuta estera.

La concessione di crediti in valuta locale (diversificazione delle valute) può assumere una dimensione sostanziale solo per banche che abbiano un elevato numero di branche locali in grado di effettuare una raccolta locale senza ricorrere a finanziamenti in valuta dalla sede centrale. Citibank con banche in più di 100 paesi aveva nel 1976 un portafoglio composto per il 13% di valute diverse dal dollaro, dal marco e dalla sterlina. L'accrescimento delle intermediazioni in valuta locale sembra essere un fattore importante nell'accrescimento delle quote di mercato perché eliminando il "rischio di conversione" (cross-border risk) non è soggetto ad un vincolo che in definitiva limita l'espansione.

Fattori addizionali di rischio sorgono invece quando la banca presta fondi in valuta estera. Uno dei maggiori è costituito dalla "possibilità" che un prestatore di prestiti sia solvibile (creditworthy) in valuta locale, mentre le riserve ufficiali del paese non siano sufficienti a consentirgli il ripagamento in valuta del debito. Inoltre se l'attività del prestatore di prestiti genera principalmente valuta lo

cale, vi è il rischio addizionale, in caso di svalutazione, che un ammontare crescente di moneta nazionale si renda necessaria per ripagare il debito in valuta" (13).

Questo ordine di rischio può essere ridotto o annullato da due circostanze.

La prima è data dall'esistenza di garanzie provenienti da governi, agenzie governative, banche o società il cui domicilio principale sia in un paese industrializzato. In questo caso la banca passa sui garanti l'onere del rischio, in tutto o in parte.

Questa forma di copertura è determinante per una consistente quota dei prestiti ai paesi più poveri (17%).

La seconda circostanza che consente di ridurre il rischio dei prestiti in valuta è costituita dalla durata del prestito, infatti quanto minore è la durata, più facile è la eventuale riduzione nel volume di esposizione e quindi minore è il rischio. Numerose operazioni a breve legate al finanziamento del commercio come le lettere di credito, sono inoltre di natura "autoliquidante".

Se eliminiamo i prestiti in valuta locale ed i prestiti in valuta estera garantiti e quelli di durata inferiore ad un anno, otteniamo il volume di crediti sui quali la banca corre per intero il "rischio paese".

L'allocazione di questi crediti tra i diversi destinatari avviene in base a criteri di ripartizione geografica e di durata. Ad ogni modo la distribuzione percentuale dell'esposizione complessiva ripartita per gruppi di base come riportato nella tabella 19, indica sommariamente la drastica re-

---

(13) CITICOP, Annual Report 1978, pag. 38.

strizione dell'imbuto del credito man mano che si scende verso i paesi più poveri (14).

Il risultato dell'impiego incrociato di questi criteri può essere osservato dal valore del credito in essere, con durata superiore ad un anno, concesso ai paesi più poveri definiti come paesi a reddito medio-inferiore e basso (reddito pro-capite annuo inferiore a \$ 550). Esso risulta pari a \$ 757 milioni e cioè pari all'11.3% del credito soggetto al medesimo grado di rischio concesso ai PVS, ed al 5.8% del credito totale ai PVSNP. Gli stessi dati per il credito concesso ai medesimi paesi ma con durata superiore a 5 anni, sono 10.6% ed 1.2%; mentre il valore è ammontato a \$ 162 milioni.

Per quanto non siano disponibili dati sulla ripartizione geografica di questi ammontari è ragionevole supporre che siano concentrati su non più di otto paesi ed in particolare Marocco, Nigeria, Bolivia, Thailandia, Filippine (reddito pro-capite compreso tra \$ 281 e 550). e, Indonesia, Pakistan, Egitto (reddito pro-capite inferiore a \$ 281).

In definitiva, le considerazioni relative alla esposizione del sistema bancario nel suo complesso sembrano riconfermate a livello microeconomico. In particolare la rarefazione del credito concesso ai paesi "più poveri" apparirebbe ancora più chiaramente da dati che riportassero la ripartizione dei crediti con scadenze superiori ai 5/7 anni. Per quanto riguarda Citibank infine, ma il discorso è valido per l'insieme delle banche commerciali americane, le cautele adottate nella ripartizione dell'esposizione complessiva sull'estero risultano essere state finora assai efficaci se come viene affermato le perdite sui prestiti all'estero sono state sempre inferiori alle perdite sui prestiti nazionali.

---

(14) All'interno dei PVSNP a reddito maggiore la distribuzione geografica del credito risponde alle politiche di presenza regionale proprie di ogni banca.

### Un mercato efficiente ma inadeguato

In sintesi il giudizio che si può trarre sull'Euromercato in rapporto alle esigenze finanziarie dei paesi emergenti è che esso è efficiente ma inadeguato.

Abbiamo visto come il mercato del credito internazionale sia caratterizzato da comportamenti prevalentemente oligopolistici e come ciò comporti fenomeni di razionamento e come l'esempio più notevole in questo senso sia costituito dall'esperienza italiana. Accanto a fenomeni di razionamento vi possono essere anche casi di discriminazione che possono dar luogo alla concessione di prestiti con particolari caratteristiche di maturità e di onerosità. Ad ogni modo di discriminazione o di razionamento del credito ha senso parlare per valori del tasso di interesse compresi in una certa "fascia". Per tassi di interesse molto alti e cioè superiori al limite della "fascia" il mancato incontro della domanda e dell'offerta di credito non può essere vista come un caso di razionamento ed è più giusto parlare di "serietà" del sistema bancario che di "abuso".

In altri termini alle banche può essere imputato un comportamento oligopolistico e quindi anche una opinabile allocazione delle risorse, ma per quanto riguarda i crediti concessi ai paesi emergenti la causa principale della cattiva allocazione sembra imputabile allo scollamento tra istituzioni e responsabilità, che caratterizza l'attuale fase di crisi del sistema monetario internazionale, va cioè ricercata in motivi di ordine istituzionale. In questo senso il mercato privato dei capitali appare "inadeguato" al compito di finanziamento dei paesi emergenti.

Tale inadeguatezza può essere fronteggiata in diversi modi tendenti a migliorare le caratteristiche dei prestiti rendendole più corrispondenti alle esigenze dei PVS e in questo contesto sembra che i maggiori progressi possano essere fatti nella direzione dell'allungamento delle scadenze e della diversificazione dei prestiti.

Ma di questa problematica ci si occuperà più dettagliatamente nel prossimo capitolo.

## IL FINANZIAMENTO DEL COMMERCIO INTERNAZIONALE

Il confronto tra la domanda di credito dei paesi emergenti e l'offerta che i paesi industrializzati e le organizzazioni multilaterali sono disposti a concedere loro, sembra indicare con chiarezza come difficilmente vi potrà essere un aumento del flusso di capitali verso questi paesi se non verrà prima risolto il problema della intermediazione delle scadenze.

Altri elementi come la struttura dei tassi di interesse contribuiscono a vincolare l'incremento dei flussi finanziari diretti verso i Pvs, ciononostante per uno specifico motivo abbiamo ritenuto opportuno concentrarci su questo punto in particolare. L' "intermediazione delle scadenze" sembra infatti un campo in cui l'iniziativa nazionale può rivelarsi particolarmente adatta a fronteggiare gli squilibri che contrastano un più rapido accrescimento dei flussi finanziari verso i paesi emergenti; per di più l'iniziativa delle singole nazioni industrializzate risponderebbe in questo caso a precise sollecitazioni provenienti dalla comunità bancaria internazionale. Nel corso di questo capitolo ci occuperemo di queste "iniziative nazionali", come contrapposte alle "iniziative multilaterali", intraprese cioè da organizzazioni come il FMI o la Banca Mondiale, e considereremo la logica che le muove; vedremo altresì i vantaggi che i singoli paesi potrebbero trarre da queste iniziative nonché gli effetti positivi sul commercio internazionale.

### Il "problema delle scadenze" e il sistema finanziario internazionale

Come si ricorda, il "focus" sul problema delle scadenze è giustificato dal fatto che su questo terreno tendono a scontrarsi le opposte esigenze del finanziamento del sviluppo (a medio-lungo termine) e di liquidità delle banche. La forbice apertasi, all'indomani degli aumenti del greggio nel 1973, tra la domanda e l'offerta di capitali a medio-lungo termine non ha accennato a chiudersi ed anzi con i nuovi rincari petroliferi

ri ha ripreso ad allargarsi.

Considereremo in primo luogo gli effetti di questa situazione sul sistema finanziario per poi passare ad esaminare con più attenzione gli effetti sul commercio internazionale.

Per quanto riguarda il sistema finanziario internazionale, il 1979 segna la ripresa della domanda di finanziamenti per crescenti disavanzi correnti che, come si è visto in precedenza, è domanda di finanziamenti a medio-lungo termine.

A fronte di questa rinnovata dinamica della domanda sembra al contrario di individuare da numerosi indizi una minore elasticità della offerta e cioè una sua minore capacità di adattarsi alle caratteristiche della domanda. Ad esempio, per quanto riguarda specificamente la tendenza all'allungamento delle scadenze sembra possibile individuare nel 1978 un punto di svolta come indica la tabella riportata qui sotto, che registra la ripartizione percentuale dei crediti delle banche inglesi verso i Pvsnp, ordinati secondo le scadenze.

TABELLA 20

RIPARTIZIONE % DEI CREDITI DELLE BANCHE INGLESII  
VERSO I PVSNP

	Scadenze inferiori a 6 mesi	Scadenze inferiori a 12 mesi	Scadenze inferiori a 5 anni
fine 1977	25.4	34.5	78.2
fine 1978	27.7	36.0	77.0

Fonte : Bank of England Quarterly Bulletin

L'interruzione della tendenza all'allungamento delle scadenze che si individua dalla tabella potrebbe essere un fatto puramente congiunturale; tuttavia se si presta attenzione a di-

versi elementi sembra piuttosto che si tratti di una tendenza di lungo periodo.

Si tratterebbe cioè dell'emergere di quel vincolo di carattere "istituzionale" che abbiamo considerato nel capitolo precedente. Tale vincolo non aveva avuto modo di presentarsi prima dell'aumento del prezzo del petrolio dal momento che "gli squilibri tra paesi eccedentari, per lo più industrializzati, e paesi deficitari, per lo più in via di sviluppo, si mantenevano entro quei limiti che i normali investimenti di capitale ed il finanziamento delle esportazioni a pagamento differito consentivano di colmare" (15). Né tale vincolo si manifestò nel dopo-1973 quando i moderati scompensi tra gruppi di paesi hanno assunto le dimensioni che tutti conoscono e le banche hanno iniziato a finanziare in modo massiccio i disavanzi petroliferi.

Tuttavia da allora il settore bancario ha fornito flussi crescenti di crediti, che hanno determinato per i paesi destinatari un volume crescente del debito, e attualmente l'esposizione raggiunta dalle banche private verso certi gruppi di paesi avrebbe raggiunto dei valori di guardia. Per questo motivo le banche tenderebbero a concedere solo crediti con determinate caratteristiche ed in particolare con scadenze ravvicinate di rimborso, tali cioè da non aggravare eventuali rischi di insolvibilità.

Se così è, il vincolo "istituzionale" che finora era stato latente sarebbe divenuto effettivo, e quindi vi sarebbero poche possibilità di una ripresa del processo di allungamento delle scadenze che come si è visto tende ad arrestarsi nel 1978.

Già da alcuni anni si iniziavano a cogliere segnali della

---

(15) G. PARRAVICINI, in "Il nuovo assetto del commercio internazionale ed il finanziamento delle esportazioni", supplemento alla rivista *THEMA*, Torino, 1978.

maggior cautela con cui le banche aumentavano la loro esposizione verso i paesi emergenti. In particolare in questi ultimi anni si è manifestato un sempre maggiore interesse delle grandi banche commerciali americane verso il finanziamento di transazioni commerciali piuttosto che verso il finanziamento dei cosiddetti "prestiti di bilancia dei pagamenti" e cioè di quei prestiti a medio-lungo termine non legati a qualche specifica operazione. Ciò indicherebbe come non vi sia più spazio per generiche concessioni di fiducia, ma al contrario si vada verso una situazione in cui la maggiore rischiosità degli impieghi rende necessaria una verifica specifica della loro utilizzazione.

Anche la crescita dell'importanza relativa che il "Project Finance Department" è venuto assumendo negli organigrammi delle grandi banche presenti sui mercati internazionali sembra possa essere intesa come lo sforzo di adeguamento a situazioni nuove e più rischiose delle capacità tecniche di una banca.

Attualmente però la capacità di adattamento degli intermediari finanziari pare essersi avvicinata ad un qualche "valore di soglia". Questo sembra essere il senso delle ripetute dichiarazioni espresse dalla comunità bancaria internazionale, in occasione dei rincari del greggio del 1979, secondo le quali le banche commerciali sarebbero nell'impossibilità di svolgere negli anni '80 lo stesso ruolo che svolsero nel dopo-1973. Più in particolare il "valore di soglia" sembra emergere come un limite dal lato degli impieghi dal momento che non vi sono motivi di ritenere che le banche abbiano difficoltà ad intermediare quantità più elevate di capitali per l'insorgere, ad esempio, di problemi di scala.

Ciò significa che di fronte ad un probabile cospicuo aumento dei depositi dei paesi OPEC le banche hanno crescenti problemi ad effettuare un corrispondente maggior volume di prestiti, e questi problemi sono legati alle caratteristiche dei crediti concessi e non alle difficoltà derivanti da un maggior volume di intermediazione.

Questo sembra essere un punto di assoluta rilevanza del

nostro discorso. Se, infatti, è possibile rendere alcune delle caratteristiche dei nuovi prestiti compatibili con il mantenimento dell'equilibrio di portafoglio degli operatori bancari ciò renderebbe attivabile o un maggior volume di crediti o anche nel nostro caso, un maggior volume di prestiti con scadenze più lunghe.

Si può ritenere quindi che ogni miglioramento nell'opera di intermediazione delle scadenze, conduca ad un incremento degli impieghi potenziali del sistema bancario e contribuisca quindi ad una vera e propria opera di "bonifica" della liquidità in eccesso nel sistema finanziario internazionale.

### Il "problema delle scadenze" ed il commercio internazionale

Abbiamo trascurato, fin qui, di considerare gli effetti che l'opera di "intermediazione delle scadenze" ha sul commercio internazionale, trascurando così il principale degli effetti reali che la manovra sulle grandezze finanziarie finora considerate può consentire.

Il significato che la concessione di crediti a medio-lungo termine ha per i flussi commerciali può essere compreso se si ricorda che le dilazioni di pagamento sono sempre state di importanza fondamentale per il commercio internazionale e che in particolare le forniture di beni strumentali o di impianti sono sempre state strettamente legate alla disponibilità di crediti a medio-lungo termine.

Inoltre, le dilazioni di pagamento tendono ad esser tanto più importanti quanto maggiore è il commercio con i paesi meno ricchi, con i paesi cioè che hanno difficoltà a pagare "a pronti". E questa sembra essere la tendenza che si è manifestata in questi ultimi anni con la crescita dell'importanza del commercio con i paesi emergenti.

Dalla tabella 21 emerge l'evoluzione subita dalla struttura del commercio estero dei principali paesi industriali; in particolare, si nota come il debole tasso di crescita sperimen-

COMPOSIZIONE % DELLE ESPORTAZIONI DI MERCI DI ALCUNI PAESI INDUSTRIALIZZATI PER AREE DI DESTINAZIONE.

	Paesi industrializz.		U S A		GIAPPONE		FRANCIA		GERMANIA		ITALIA		U.K.	
	1972	1977	1972	1977	1972	1977	1972	1977	1972	1977	1972	1977	1972	1977
1) Paesi industrializzati	71.3	65.2	64.6	58.0	53.5	44.7	70.9	63.3	75.6	69.5	71.3	63.7	62.4	59.8
2) Altri paesi europei	6.1	5.9	4.5	3.9	3.0	3.3	6.2	6.4	8.3	7.6	8.8	8.1	12.0*	10.8*
3) OPEC	4	9.3	5.3	11.2	6.4	14.6	4.4	8.5	3.1	9.0	5.0	12.9	5.9	12.0
4) PVSNP	14	14.3	24.0	24.6	28.4	28.2	13.4	15.1	8.2	8.0	9.5	9.0	16.3	13.1
5) Paesi socialisti	3.4	4.0	1.6	2.0	5.0	6.0	3.6	4.1	4.5	5.6	4.2	5.0	2.9	2.6

Fonte: IMF, Direction Of Trade

NOTA: (\*) il 5% attribuibile all'Irlanda

tato dalle economie industriali nel periodo 1972/77 abbia indotto una caduta del commercio intraarea dal 71.3% al 65.2% degli scambi complessivi, e come a tale riduzione abbia fatto riscontro il rapidissimo incremento della quota di esportazioni dirette verso i paesi OPEC ed un aumento, anche se debole, delle esportazioni dirette verso i Pvsnp.

Il motivo di questa evoluzione dei flussi commerciali è dato dal fatto che la rapida crescita della domanda sperimentata dai paesi industrializzati negli anni '60 si è interrotta con il 1973, cedendo il passo ad un incremento assai più debole. Il tentativo di mantenere la crescita del reddito e della produzione a livelli tali da scongiurare un elevato tasso di disoccupazione ha quindi portato questi paesi a ricercare nuovi mercati a rapido tasso di crescita.

Sembra dunque che in prospettiva, almeno fino a che i tassi di sviluppo della domanda dei Pvs saranno superiori a quelli dei paesi industrializzati, il commercio con i paesi emergenti continuerà a crescere di importanza e che con esso tenderà a crescere il ruolo delle dilazioni di pagamento. Un esempio assai significativo di questo nuovo interesse dei paesi industrializzati verso i paesi emergenti può essere rintracciato nell'alternarsi quasi frenetico di missioni commerciali che ha seguito l'apertura del mercato cinese ai prodotti occidentali, e nella gara apertasi per la concessione di condizioni di pagamento sempre più vantaggiose che consentissero alla Cina un volume di ordinazioni superiore a quello altrimenti compatibile con le sue scarse risorse finanziarie.

Come si ricorderà dal primo capitolo, tuttavia, l'evoluzione economica dei Pvs è estremamente differenziata e tra di essi solo alcuni sono dotati di risorse finanziarie e di un consistente mercato interno, e cioè solo alcuni presentano le premesse per un rapido sviluppo della domanda. Tra i paesi che rispondono ad entrambi i requisiti rientrano i paesi OPEC ad elevata propensione alle importazioni come Venezuela, Algeria, Indonesia, Nigeria, Iran (16) ed i cosiddetti NICs : Corea del Sud,

---

(16) Nonostante le recenti vicende iraniane abbiano portato ad

Taiwan, Hong Kong, Singapore, Messico, Grecia, Spagna, Portogallo. Altri invece sono dotati di consistenti mercati interni ma di minori risorse finanziarie: Brasile, Argentina, ed in genere i paesi sudamericani, alcuni paesi del sud-est asiatico, recentemente la Cina, rientrano in questo gruppo. Altri ancora pur dotati di vasti mercati potenziali sono poverissimi come è il caso di India e Pakistan.

Ad esclusione di questo ultimo gruppo, gli altri due offrono dei mercati con prospettive di rapida crescita, che qualora non vengano frustrate da una troppo debole crescita del commercio internazionale o da manovre protezionistiche dei paesi industrializzati, porteranno questi paesi ad assorbire nel futuro più elevati flussi di esportazioni.

Un ulteriore elemento che concorre a determinare l'importanza delle dilazioni di pagamento risiede nella struttura della domanda di importazioni dei paesi emergenti. Infatti, essa risulta essere caratterizzata, nel suo complesso, dalla domanda di beni di investimento e quindi da forniture spesso di elevato ammontare per le quali, come si è visto i termini di pagamento sono assolutamente fondamentali.

Le determinanti di una tale funzione delle importazioni vanno ricercate separatamente per i paesi OPEC e per i Pvsnp. I paesi Opec, infatti, insieme ad alcuni altri paesi emergenti intendono dotarsi di una struttura di tipo industriale con l'obiettivo di ricoprire ruoli di maggior rilievo in un futuro ordine economico internazionale. Questa volontà politica si traduce in una concreta politica di industrializzazione che alimenta una domanda di importazioni prevalentemente composta da beni strumentali e da impianti. Obiettivi simili possono esse

- 
- ./ - una significativa riduzione nella attività economica di questo paese, non sembrano sussistere dubbi sulla permanenza dell'Iran nel gruppo "ad elevata propensione all'importazione".

re presenti anche nelle strategie di industrializzazione della maggior parte dei Pvsnp, ciononostante per questo gruppo di paesi la logica dell'industrializzazione, e quindi di un flusso di importazioni prevalentemente composto da beni di investimento, non risponde tanto alla rivendicazione di una determinata posizione nella divisione internazionale del lavoro quanto alla esigenza di far fronte agli impegni che derivano dal modello di sviluppo attivato con l'indebitamento estero. Come si è visto, infatti, solo l'impianto di una industria manifatturiera è in grado di generare con sufficiente rapidità quel volume di esportazioni necessario a far fronte al ripagamento del debito con l'estero.

#### Il ruolo del finanziamento e della assicurazione dei crediti all'esportazione

Da quanto detto finora sembrano emergere due ordini di contrasti:

- 1) le banche si trovano in una situazione che consentirebbe l'espansione dei crediti ma considerazioni di equilibrio del portafoglio tendono a frenare la loro offerta di impieghi, o meglio l'evoluzione delle caratteristiche degli impieghi (durata, tasso di interesse).
- 2) nel commercio mondiale è cresciuta l'importanza dei paesi emergenti, ma nella maggior parte dei casi la capacità di assorbimento dei loro mercati è strettamente condizionata alla disponibilità di crediti; ciò è in particolar modo vero dal momento che questi paesi, anche se con motivazioni differenti, hanno una domanda di importazioni prevalentemente composta da beni di investimento.

La stretta connessione tra questi due ordini di contrasti indica come forse anche la loro soluzione possa essere in qualche modo legata. In particolare, sembra che un passo importante verso il loro superamento sarà compiuto nel momento in cui verrà superato quel "vincolo istituzionale" per il quale le banche non possono esporsi oltre una certa misura nell'intermediazione delle scadenze.

In questo caso, infatti, le banche avrebbero la possibilità di finanziare con crediti le dilazioni di pagamento di cui i paesi emergenti hanno bisogno per poter accrescere il loro flusso di importazioni. Soddisfacendo la domanda di crediti a medio-lungo termine, necessari a finanziare le importazioni dei Pvs, le banche vedrebbero crescere i loro impieghi produttivi e nello stesso tempo si verificherebbe un maggiore sviluppo del commercio internazionale.

In altri termini, avremmo una "bonifica" della liquidità vagante sui mercati finanziari internazionali e nello stesso tempo potrebbero essere attivati dei meccanismi di crescita sia nei paesi industrializzati sia nei paesi emergenti. Come dunque accrescere l'offerta di credito a medio-lungo termine per portarla ad incontrare la domanda di credito con analoghe caratteristiche?

L'ipotesi di questo lavoro è che un efficace contributo alla soluzione di questo problema possa essere costituito da una crescente attività di sostegno finanziario ed assicurativo a favore delle esportazioni messa in opera dai singoli paesi industrializzati. In pratica gli stati nazionali per il tramite delle diverse agenzie ufficiali di finanziamento e di assicurazione delle esportazioni fornirebbero i concreti mezzi finanziari o quella garanzia senza la quale le banche non sarebbero disposte, per motivi di equilibrio di portafoglio, ad accrescere particolari categorie dei loro impieghi.

Ne deriverebbe quindi un maggiore flusso di crediti a lungo termine sotto forma di crediti alle esportazioni nonché una maggiore diversificazione dei crediti bancari che come si è visto attualmente tendono a concentrarsi in un numero limitato di paesi.

Una idea della dimensione dei possibili effetti derivanti dall'ipotesi menzionata può essere ricavata dai dati riportati nella tabella 22 sul volume complessivo dei contratti coperti da assicurazione di Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito e Stati Uniti che sono ammontati nel 1978 a circa 160 miliardi di dollari contro un valore di esportazioni verso i paesi

CREDITI ALLE ESPORTAZIONI AGEVOLATI E ASSICURATI EROGATI NEL 1977  
(miliardi di dollari)

	Francia	Germania	Giappone	Italia	UK	USA
1- Finanziamenti a medio-lungo termine	2.2 <sup>(1)</sup>	2.3	15.6	2.0	6.3	20.1
2- Assicurazioni	40.3	35.3	N.D.	10.7	34.9	5.0
3- Quota % delle <u>e</u> sportazioni age volate sul to- tale (2)	30	12	42	7	34	13
Pro-memoria:						
4- Esportazioni	76.6	141.7	95.7	51.6	75.9	151.2

NOTE : (1) comprende solo finanziamenti a lungo termine

(2) relativo al 1976 per USA

FONTI: Righe 1, 2, 3 ( EXIM Bank of US) "Competitiveness Report" March 1979  
riga 4 I.M.F., I.F.S.

si non-industrializzati di 234 miliardi di dollari. Se pure i due dati non sono tra di loro confrontabili servono ugualmente a dare una idea approssimativa della dimensione che ha assunto il fenomeno dell'assicurazione dei crediti all'esportazione in relazione ai flussi commerciali, e quindi dei possibili effetti legati all'attivazione del meccanismo proposto.

### Le operazioni triangolari

Potrebbe forse apparire di difficile realizzazione un meccanismo, come quello sopra delineato, in cui degli obiettivi di razionalizzazione del sistema monetario e del commercio internazionale sono demandati ad entità nazionali e non sovranazionali.

In altri termini potrebbe apparire ingenuo od utopistico ritenere che singole comunità nazionali si possano proporre come obiettivi di politica economica delle mete di tipo sovranazionale. In effetti se questo fosse il senso del meccanismo proposto, tali critiche sarebbero fondate.

La logica sottostante all'intervento delle entità nazionali è però di tipo diverso: esse infatti sono mosse da un ben preciso obiettivo nazionale che è quello di accrescere la dimensione della domanda estera. La concessione di crediti alla esportazione o di garanzie su tali crediti non consente altro che di accrescere la domanda delle proprie esportazioni ed in definitiva si traduce in un incremento o in un rafforzamento delle proprie quote di mercato.

I capitali da concedere a prestito agli acquirenti di merci nazionali proverranno dai mercati nazionali od internazionali come più sembrerà conveniente di volta in volta, in base a considerazioni di conto o di bilancia di pagamenti.

In particolare tali capitali potrebbero provenire dal mercato interno per i paesi che come Germania, Svizzera, Olanda godono di un surplus corrente e per i quali la concessione di crediti all'esportazione si tradurrebbe in una uscita di capitali tale da non aggravare la bilancia dei pagamenti. In que-

sto caso si avrebbe il "tradizionale" modello bilaterale di agevolazione delle esportazioni in cui il paese industrializzato assume la triplice veste di paese esportatore, finanziatore e garante del credito, mentre il paese in via di sviluppo quello di semplice acquirente.

I capitali potrebbero invece provenire dai mercati esteri per i paesi che non godono di un surplus strutturale come la maggior parte dei paesi industrializzati, ciò consentirebbe a questi paesi di evitare una uscita di capitali e quindi un aggravamento del deficit di bilancia dei pagamenti. In questo caso si verificherebbe un'operazione di tipo "triangolare" in cui cioè il momento dell'esportazione, quello dell'assicurazione e quello del finanziamento non si collocano più nello stesso paese, ma si distribuiscono in due paesi. "Questo tipo di operazione pur utilizzando i tradizionali strumenti di assicurazione e finanziamento del credito all'esportazione determinerà un rapporto, in cui un terzo paese, estraneo alla transazione reale interviene con il ruolo di finanziatore mentre l'onere della assicurazione viene lasciato, come nel rapporto bilaterale, a carico del paese esportatore." (17).

Quest'ultimo caso, e cioè il ricorso ai capitali esteri, sembra di particolare interesse per l'applicazione che potrebbe farne un paese che, come l'Italia, presentando precari saldi di parte corrente non si può permettersi una politica di "esportazione di capitali". In questo caso infatti il paese, che per considerazioni di equilibrio esterno preferisce non rivolgersi al mercato interno e che non è ostacolato nel ricorso ai mercati esteri da condizioni di costo, si serve della propria figura di "garante" per attivare un flusso di capitali verso un paese terzo. Tale manovra sembra destinata ad avere interessanti sviluppi in futuro dal momento che negli anni ottanta la corrente di offerta di capitali verso i paesi industrializzati sarà consistente, mentre più debole sarà l'offerta di

---

(17) - G. PARRAVICINI, op. cit.

capitali verso i Pvs a motivo di una più cauta politica di portafoglio delle banche.

La logica che sembra essere al fondo delle "operazioni triangolari" può essere descritta come il tentativo di utilizzare le risorse che si rendono disponibili sulla scena mondiale per il conseguimento di obiettivi di politica economica nazionale. Pure se attivato da motivazioni di ordine nazionale il meccanismo descritto può essere ricondotto al criterio non nuovo secondo cui è opportuno trasferire verso i Pvsnp risorse che questi possano spendere nei paesi industrializzati.

Tale criterio nella sua versione originale, elaborata dopo i rincari del greggio del 1973, prevedeva la distribuzione ai Pvsnp, da parte del Fondo Monetario, di nuove emissioni di DSP; la spesa di questi DSP avrebbe consentito di far fronte ai disavanzi petroliferi, e nello stesso tempo, di mantenere sostenuto il livello della domanda mondiale. Il meccanismo "triangolare" innesta su questo schema un'ipotesi di "riciclaggio" dei surplus dei paesi OPEC. Infatti il possessore di capitali, e cioè il paese OPEC o la banca presso cui tiene le proprie riserve, finanzia le importazioni del paese emergente non petrolifero. Il paese industrializzato fornisce la garanzia sul prestito con cui è stata finanziata la sua esportazione, incassa in contanti e con l'incasso paga le proprie importazioni di greggio. A questo punto i capitali hanno compiuto un giro completo alimentando intanto un complesso insieme di transazioni e stimolando quindi il commercio internazionale. In un arco di tempo pluriennale, infine, il paese emergente non petrolifero rimborsa al paese OPEC i crediti ottenuti per il finanziamento delle sue importazioni.

#### Le attività di "co-finanziamento"

Nulla vieta che quella forma di garanzia che come si è visto possono offrire i governi nazionali ai finanziatori delle proprie esportazioni sia concessa da entità di tipo sovranazionale quali i vari organi multilaterali a carattere regionale (Comunità Europea, i vari organismi di sviluppo regionale), o

internazionale (FMI, Banca Mondiale, International Finance Corporation). Anzi tale sembrerebbe essere la soluzione più desiderabile, in quanto consente di attivare flussi finanziari a sostegno del commercio riducendo nello stesso tempo, le continue polemiche e contrasti che sorgono inevitabilmente in margine ad ogni iniziativa che tenda a promuovere la concorrenzialità delle esportazioni di un paese, su quella degli altri.

Primi segni di una iniziativa di organismi multilaterali in questa direzione si colgono nelle cosiddette "operazioni di cofinanziamento" avviate dalle istituzioni multilaterali di finanziamento dello sviluppo. Tali operazioni prevedono che il finanziamento complessivo di un determinato progetto venga ripartito tra l'istituzione multilaterale che patrocina il progetto ed eventuali altri finanziatori interessati all'iniziativa.

Lo scopo che questo tipo di iniziative si propone è di contribuire al vasto sforzo compiuto su scala internazionale per accrescere i flussi finanziari destinati ai Pvs e migliorare le caratteristiche attraverso:

- un rafforzamento dei legami tra i paesi prenditori di prestiti ed il sistema bancario privato internazionale;
- l'accrescimento dell'accesso che i paesi in via di sviluppo hanno alle diverse fonti di finanziamento esterno;
- un aiuto ai Pvs a ottenere condizioni più vantaggiose, e in particolare scadenze più lunghe, di quelle offerte dal mercato.

Per accrescere il volume di fondi privati diretti verso i paesi emergenti "le banche di sviluppo offrono alle istituzioni private accesso alle informazioni relative al progetto, a diverse fasi di elaborazione del progetto. Inoltre nel caso che la banca privata decida di associarsi nel finanziamento del progetto, le banche di sviluppo si accollano diverse attività amministrative ... : ad esempio, le banche di sviluppo possono agire come intermediari nel versamento dei fondi oltre che come

canale per la restituzione del prestito." Inoltre "il fatto che le banche di sviluppo abbiano valutato a fondo il progetto da finanziare e che in virtù della loro partecipazione al prestito siano interessate ad un suo regolare rimborso, viene considerata come la principale attrazione per la partecipazione del settore privato." (18).

Seppure questo tipo di operazioni non preveda esplicitamente la concessione di particolari forme di garanzia sui crediti effettuati, ciononostante è proprio l'elemento-garanzia che consente di attrarre le banche private nell'attività di cofinanziamento. E' infatti una forma di garanzia quella di essere associati con una banca di sviluppo e cioè con istituzioni che non hanno praticamente mai registrato insolvenze.

Anche in questo caso dunque emerge una divisione tra il prestatore ed il garante. "Vi è d'altra parte una lunga tradizione nel commercio di prestiti effettuati a debitori relativamente sconosciuti, ma per il resto perfettamente solvibili' grazie all'intervento di terzi, che si offrivano come garanti a quei creditori che altrimenti se fosse dipeso dalla loro au-tonoma valutazione non avrebbero concesso i prestiti." (19).

Il garante in questi casi ha il ruolo di un catalizzatore di risorse finanziarie, e contribuisce con ciò ad alterare la percezione della solvibilità del debitore da parte dei membri meno specializzati della comunità finanziaria.

Tali sono nel complesso le intenzioni che muovono i progetti di cofinanziamento, e le istituzioni multilaterali di finanziamento appaiono intenzionate ad accrescere le operazioni di cofinanziamento con le banche private, anche se la dimensione che il fenomeno ha attualmente è quasi irrisoria, Infatti,

---

(18) - FMI, Development Committee, "Developing <sup>countries'</sup> access to Capital markets, Nov. 1978.

(19) - IMF, Development committee, op. cit.

su un totale di operazioni di cofinanziamento intraprese nel 1978 dai vari organismi multilaterali pari a 6 miliardi di dollari, circa la metà è stata fornita da finanziatori esterni e tra questi gli operatori bancari hanno fornito solo 0,5 miliardi di dollari.

Nessuna banca italiana ha saputo giovare delle possibilità di cofinanziamento, offerte da questi organismi multilaterali, che costituiscono da una parte l'opportunità di impieghi a bassissimo rischio, e dall'altra costituiscono un ovvio tramite, anche se non si tratta di prestiti "legati", tra il mercato nazionale e la domanda dei paesi emergenti. Più attive in questo campo appaiono invece le banche di numerosi altri paesi come appare dall'elenco di banche private che nel corso dell'anno 1978/79 hanno partecipato ai "syndicated loans" dell'International Finance Corporation, un organismo di finanziamento dello sviluppo legato alla Banca Mondiale; nell'elenco figurano infatti oltre a banche arabe, banche di Olanda, Francia, Germania, Stati Uniti, Inghilterra, Canada, Giappone, Svezia, Belgio, Svizzera, con prevalenza di banche americane, canadesi, inglesi e francesi.

La dimensione attuale del sostegno finanziario offerto dalle istituzioni internazionali al commercio, collegato alla lentezza con cui queste istituzioni si muovono non lasciano tuttavia ben sperare sui rapidi sviluppi delle attività di cofinanziamento. Né sembra migliori prospettive abbia il tentativo di istituire una agenzia comunitaria di sostegno delle esportazioni, in sede CEE.

Di fronte dunque alla stagnazione di questi programmi, su base multilaterale, si profila come "second best" l'insieme dei programmi nazionali di sostegno delle esportazioni. Essi infatti pur rientrando spesso nella logica di sussidio delle esportazioni nazionali, hanno il pregio di attivare flussi di capitali più adeguati ai fabbisogni del commercio internazionale.

Costi - benefici dei programmi nazionali di assicurazione del credito alle esportazioni

Abbiamo fin qui parlato degli effetti che la garanzia statale sui crediti per il finanziamento delle esportazioni a pagamento dilazionato può avere sul commercio internazionale, sul sistema finanziario nonché sullo sviluppo dei paesi emergenti, ma non abbiamo ancora definito come questa garanzia venga concretamente concessa dai diversi paesi.

La storia dell'uso che gli stati nazionali hanno fatto del loro potere di concedere garanzie per la concessione di prestiti a paesi terzi è assai lunga. Tuttavia nell'accezione che a noi più interessa, di concessione della propria garanzia sui finanziamenti legati alla promozione delle esportazioni, tale storia inizia nel periodo tra le due guerre. E' nel 1919, ad esempio, che viene istituita in Inghilterra un'agenzia apposta l'Export Credit Guarantee Department (ECGD) e nel 1926 che viene istituita in Germania la Hermes.

Tali agenzie sorgevano sulla base della constatazione che diversa e più vincente è la natura degli impegni presi con uno stato che con un singolo imprenditore privato; ciò significava che, garantendo un credito, lo stato nazionale si assumeva il ruolo di prestatore di ultima istanza, ed il rispetto dell'obbligazione contratta dal debitore non coinvolgeva quindi solo contraenti privati ma, cosa più rilevante, degli stati.

In quest'ultimo dopoguerra ogni paese industrializzato si è dotato di una agenzia per la concessione della propria garanzia sui crediti all'esportazione, così come vengono definiti i crediti legati al pagamento dilazionato delle esportazioni. Accanto al lato assicurativo (concessione di garanzie) tali agenzie hanno sempre più sviluppato un secondo ordine di attività per la promozione delle esportazioni nazionali, dedicandosi al vero e proprio finanziamento delle esportazioni. La concessione di finanziamenti di provenienza ufficiale è andata crescendo nel corso degli anni sessanta e settanta con il crescere della concorrenza sui mercati esteri tra le esportazioni dei paesi industrializzati. Ogni agenzia ufficiale è andata conce

dendo crediti a condizioni sempre più agevolate che potessero battere le condizioni offerte dalla concorrenza, al punto che si è giunti ad una vera e propria corsa al ribasso dei tassi sui crediti offerti ai paesi acquirenti, solo parzialmente contrastata da alcuni accordi internazionali.

L'aspetto assicurativo e quello più propriamente finanziario dell'assistenza ufficiale alle esportazioni sono in alcuni casi di pertinenza di agenzie separate come in Francia, Germania ed Italia in altri paesi come gli Stati Uniti, l'Inghilterra, ed il Giappone, invece i due aspetti sono riuniti in un'unico organismo. In entrambi i casi l'aspetto finanziario ed assicurativo del finanziamento delle esportazioni sono ormai strettamente vincolati tra di loro.

Il diverso genere di costi-benefici associati ai due programmi consiglia tuttavia di esaminarli separatamente. Cominceremo dal programma assicurativo.

Per quanto l'obiettivo comune delle diverse agenzie di assicurazione dei crediti all'esportazione sia di assumersi quella quota di rischio sulla esposizione estera del sistema bancario che le banche commerciali altrimenti non si assumerebbero, ognuna di queste agenzie differisce dalle altre nelle strutture, nella estensione dei compiti, nelle responsabilità. Tali differenze, spesso assai rilevanti, riflettono sia le diverse strutture dei sistemi creditizi nazionali sia le particolari congiunture che ne hanno determinato la nascita (20).

---

(20) Per una dettagliata descrizione degli organismi preposti all'assistenza ufficiale alle esportazioni in Inghilterra Francia e Germania si vedano gli studi di Albert Cizauskas su "IMF SURVEY", pagg. 82-162-194 del 1976, pagg. 18-50-65 del 1977 e pag. 194 del 1978. Lo studio comparativo più aggiornato dei diversi sistemi nazionali è fornito dal rapporto semestrale approntato dall'Eximbank of US per il Congresso e noto come "Competitiveness Report".

Alcune di queste agenzie sono di natura privata come la Hermes tedesca o la Foreign Credit Insurance Association (FCIA) americana ma agiscono per conto o con la copertura pubblica, altre come la Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieure (COFACE) sono a partecipazione pubblica, mentre altre come l'ECCD inglese, l'Eximbank americana, l'Eximbank giapponese, la Sezione Speciale per i Crediti all'Assicurazione (SACE) italiana sono di natura pubblica. Il compito dello stato, che in un modo o nell'altro è pur sempre presente dietro queste agenzie, non è quello di accollarsi oneri derivanti da gestioni deficitarie ma di rendere in qualche modo più cogente il rispetto dell'obbligazione per il paese debitore, e di rendere più probabile la restituzione del prestito. Ovviamente la figura di un "prestatore di ultima istanza" che lo Stato viene ad assumere in qualità di garante è quella che in concreto spinge il banchiere privato a concedere il prestito, ma ciò che si vuole sottolineare è che la gestione del programma assicurativo è di norma, o dovrebbe, essere attiva. Così è stato, ad esempio, nel 1978 per Italia, Germania, Svizzera, Olanda, mentre negativi sono stati i risultati di gestione per Giappone, Belgio, Francia, Inghilterra. Nel 1977 un risultato positivo era stato conseguito da tutti.

Il risultato di esercizio degli enti assicuratori è fornito sinteticamente dalla differenza tra incassi per premi e recuperi, da un lato, e gli esborsi per indirizzi e costi amministrativi, dall'altro. Quindi un adeguato costo di copertura a fronte di un'esposizione prudente consente risultati attivi. Il rapporto tra il costo di copertura ed il volume complessivo delle operazioni assicurate che costituisce un primo, per quanto rozzo indicatore gestionale va da 0.23% per il Giappone allo 0.69 per l'Inghilterra, all'1.10 per l'Italia, all'1.17 per la Francia, all'1.39 per la Germania.

A fronte di una diversa composizione dei flussi di esportazioni corrispondono diversi gradi di ricorso all'assicurazione e diverse norme regolatrici dei vari programmi nazionali che sarebbe lungo e noioso riportare qui, e per le quali si rimanda alle fonti riportate precedentemente in nota.

Pur nella diversa struttura organizzativa l'obiettivo di fondo rintracciabile nei programmi di assicurazione dei crediti all'esportazione è di attivare dei crediti che le banche commerciali "sua sponte" non concederebbero. In altre parole agli effetti delle esportazioni di un paese, l'assicurazione dei crediti all'esportazione equivale all'offerta di un servizio che rende più agevole l'incontro tra la domanda e l'offerta al pari di quanto può dirsi per i servizi di trasporto.

Ciò accresce ovviamente la competitività delle esportazioni di un paese dal momento che è più conveniente comprare a credito che pagando in contanti, ma si tratta di una competitività non tanto di prezzo quanto di qualità, se così si può dire. In altri termini la maggiore competitività delle esportazioni di un paese deriverà dal fatto che nel prezzo è incluso un servizio aggiuntivo, la dilazione di pagamento, e non dal fatto che il prezzo è stato ridotto.

Vi sono elementi di competitività "di prezzo" anche nelle assicurazioni, e sono dati ad esempio dal diverso costo dei vari servizi nazionali di assicurazione che si è visto può essere bassissimo come in Giappone, o considerevolmente più alto come in Germania. In altri termini il prezzo del servizio "assicurazione" può essere più o meno alto, e ciò comporta maggiori o minori prezzi di fatturazione delle merci; ma poiché il costo di assicurazione si aggira sull'1% è evidente come, in un'epoca di fluttuazione dei cambi, questo margine di competitività sia sufficientemente ristretto per essere rapidamente eroso da variazioni delle parità.

In definitiva il saldo costi-benefici per la comunità nazionale del programma assicurativo sembra essere positivo: non vi sono, infatti, cause strutturali di disavanzo come invece vedremo vi sono per le agevolazioni finanziarie. Vi sono inoltre concreti benefici in termini di una più vigorosa domanda estera, con tutti gli effetti che possono derivare da un migliore andamento del saldo commerciale.

I vantaggi che ne derivano per i paesi destinatari dei crediti, nel nostro caso i Pvs, sono dati oltre che da una mag

giore potenzialità di spesa di quanta ne avrebbero altrimenti, da un accrescimento della possibilità di ricorso al mercato privato dei capitali e, per quei paesi che non hanno alle loro spalle una storia di rapporti con questo mercato, dalla possibilità di stabilire delle relazioni che consentono nel futuro la possibilità di ripresentarvisi.

#### Costi-benefici programmi nazionali di finanziamento del credito alle esportazioni

Molto più controversa che per le assicurazioni è la questione dei costi e dei benefici connessi al finanziamento pubblico delle esportazioni, e di conseguenza assai problematico risulta il tentativo di definire l'estensione ottimale dei programmi di finanziamento. Come si è visto in precedenza l'intervento pubblico nel campo della concessione dei crediti all'esportazione è stato determinato dall'obiettivo di accrescere la competitività delle merci nazionali sui mercati esteri. Questa meta viene perseguita attraverso la concessione di prestiti a condizioni più favorevoli di quelle prevalenti sul mercato, cioè attraverso la concessione di crediti agevolati.

Lo stesso concetto di credito agevolato implica che venga stanziato un contributo a fondo perduto tale da colmare la differenza tra il tasso a cui si effettua la provvista sul mercato, ed il tasso agevolato praticato. Poiché il finanziamento di tale contributo a fondo perduto, nel caso di finanziamenti ufficiali, grava sul bilancio dello Stato ed in definitiva sui contribuenti è evidente come sia particolarmente delicato determinare quale sia la giusta misura di questo contributo pubblico. Più precisamente, poiché la logica della concessione di finanziamenti a fondo perduto è che l'onere netto sopportato nel presente sarà più che compensato dai benefici netti del futuro (maggior reddito o maggiori benefici non monetizzabili), si tratta di valutare quali benefici è possibile attendersi da una promozione della concorrenzialità delle proprie esportazioni. Come si può facilmente comprendere l'impossibilità di giungere a valutazioni definitive, in questo campo, alimenta discussioni senza fine e controversie internazionali.

Non sembra quindi opportuno proporre un nuovo schema di valutazione dei costi e benefici connessi ai crediti agevolati alle esportazioni; esso infatti si ridurrebbe in ultima analisi alla proposta di una diversa scala di ponderazione di variabili già note.

Nei frequenti tentativi di approntare schemi di questo genere a supporto delle diverse posizioni in gioco ci si serve, tuttavia, di concetti dai contorni sfuggenti. Tra di essi un particolare rilievo ricopre il concetto di concorrenzialità non sarà quindi inutile considerarne più da vicino il significato.

Dal lato dei benefici l'argomento principe addotto dai sostenitori di una più attiva politica di finanziamenti agevolati all'esportazione è appunto quello della concorrenzialità. Essi sostengono che il prezzo di una commessa può essere sostanzialmente ridotto se le condizioni di pagamento prevedono versamenti dilazionati nel tempo ed a tassi agevolati. In effetti il guadagno che il paese debitore può trarre da un prestito agevolato è sostanziale come appare evidente se si prende, ad esempio, un prestito della durata di 10 anni che venga concesso al tasso del 7.50% (cioè nei limiti previsti dagli accordi internazionali), invece che ad un tasso di mercato del 12-13%. Tuttavia la riduzione di prezzo così conseguita non accresce necessariamente la concorrenzialità relativa delle merci di un paese, se tali condizioni di pagamento sono concesse da tutti; diremo piuttosto che consente di non perdere competitività. In una situazione in cui la competitività è legata a piccoli e talora a piccolissimi scarti percentuali dei tassi praticati appare probabile che siano altri elementi ad aggiudicare il contratto. Ad esempio in un periodo come l'attuale con elevata instabilità dei cambi la variazione delle parità può comportare guadagni o perdite di competitività grandemente superiori a quelle conseguibili con la concessione di condizioni di pagamento più o meno vantaggiose.

Quando anche lo scarto di prezzo imputabile al tasso agevolato non risultasse neutralizzato da altre forze resterebbe pur sempre solo uno degli elementi che determinano la competi-

tività di un prodotto.

In linea generale gli elementi che decidono l'acquirente ad affidare la commessa ad un'impresa piuttosto che ad un'altra sono infatti tre: costo, qualità, condizioni di pagamento; riconducibili ai nostri effetti a costo e qualità se riconduciamo le condizioni di pagamento a modifiche di costo. Stabilire quale dei due elementi è quello che consente la vendita del prodotto è comprensibilmente difficile. Ancora più difficile è trovare degli indicatori che consentano di risolvere questo problema dal momento che il prezzo non è soltanto un indicatore di costo ma può anche essere un indicatore di qualità, ed una sua diminuzione non è condizione necessaria né sufficiente di una maggiore competitività.

Se dunque non è facile individuare la somma di elementi che determinano, la competitività di un certo prodotto e stabilire se esso sia concorrenziale o meno sul mercato è anche vero che la variabile prezzo ha su alcuni mercati una rilevanza particolare. In particolare se ci si riferisce al mercato delle grandi commesse statali, su cui vige una contrattazione stretta, è possibile affermare che ogni agevolazione concessa rappresenti dei punti di vantaggio sulla concorrenza.

Al contrario sui mercati in cui si realizzano operazioni per importi minori, essendo la contrattazione meno serrata e le voci di costo meno distinguibili, i tassi di favore possono essere praticati dall'esportatore stesso, il quale recupera poi con più ampi margini sul valore fatturato.

In definitiva sembra dunque che i benefici legati al finanziamento agevolato delle esportazioni si manifestano in modo più netto sui mercati nei quali vige una contrattazione più stretta anche se resta comunque difficile individuare il contributo in termini competitività che essi sono in grado di fornire.

Ben più precisamente quantificabili sono invece i costi legati ai programmi di finanziamento agevolato. Come si è visto in precedenza tali programmi comportano uno stanziamento a

fondo perduto sul Bilancio dello Stato, dal momento che si traducono in erogazione di sussidi. Benché il finanziamento agevolato delle esportazioni non sia, in definitiva, che un contributo versato dallo Stato per coprire la differenza tra i tassi di mercato e quelli agevolati, le caratteristiche dei programmi nazionali di agevolazione sono tra di loro assai diversificate.

Come si è già osservato in alcuni paesi vi sono delle agenzie specificamente dedite a questa attività, in altri le operazioni di finanziamento agevolato e di assicurazione sono riunite in un unico organismo. Ne consegue che perciò vi è un diverso rapporto tra i due aspetti dell'agevolazione ufficiale delle esportazioni in ogni paese.

Più specificamente tali agenzie intervengono in diversi modi. Prima di tutto esse possono concedere direttamente crediti agevolati all'acquirente estero di beni nazionali o alternativamente possono concederli al venditore nazionale che a sua volta ha concesso dilazioni di pagamento all'acquirente estero. Il primo tipo di crediti sono definiti nella terminologia italiana "crediti finanziari" ed in quella inglese "buyer's credit" mentre il secondo viene definito rispettivamente "credito fornitore" e "supplier's credit". Tali agenzie possono inoltre, intervenire direttamente nella concessione di prestiti agevolati al destinatario finale, o possono limitarsi alla erogazione del solo contributo in conto interessi o alternativamente possono concedere rifinanziamenti alle banche impegnate nel finanziamento del commercio estero e cioè possono riscattare i titoli di credito detenuti dalle banche nei confronti dei paesi importatori. Sebbene ogni paese ricorra di preferenza ad uno dei tre metodi o ad una particolare combinazione dei tre, a motivo di esigenze particolari legate alla natura dei suoi flussi di esportazione e alla natura della sua struttura finanziaria i costi sostenuti dalla collettività non mutano qualunque sia la combinazione finale.

Ad esempio negli Stati Uniti la Eximbank of US concede unicamente crediti diretti in collaborazione con banche private; ne deriva che il prestito complessivo è composto da una parte

a tasso agevolato e di una parte a tasso di mercato con un tasso medio che risulta tanto più basso quanto maggiore è la quota finanziata dall'Eximbank o quanto minore è il tasso praticato sulla componente agevolata.

Come per gli Stati Uniti così anche in Germania la Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) e la Ausfuhrkredit (AKA) in Francia la Banque Nationale du Commerce Extérieure (BNFCE) ed in Giappone l'Eximbank concedono tutti i crediti diretti a tasso agevolato in collaborazione con il settore privato che invece finanzia a tassi di mercato.

La tecnica del versamento del contributo in conto interessi si direttamente all'intermediario finanziario o il rifinanziamento dei titoli esteri delle banche viene invece seguita in Inghilterra dall'ECGD ed in Italia dal Mediocredito Centrale.

La differenza principale tra i due sistemi consiste nel diverso stanziamento di fondi che rendono necessario. La tecnica del finanziamento diretto richiede una disponibilità assai vasta di capitali; se, infatti per eguagliare la concorrenza si rende necessaria la concessione di un credito al 7.50% ed il tasso di mercato è del 15% la componente ufficiale, qualora concessa a tasso nullo, deve essere pari al 50% del credito complessivo; se il tasso è superiore a zero tale quota deve essere necessariamente superiore al 50%. Nel caso del contributo in conto interessi l'esborso di capitali ufficiali invece si limita all'ammontare necessario a coprire la differenza tra il tasso del credito agevolato ed il tasso di mercato, ed è cioè pari, nell'esempio precedente, al 7.50%.

Il rifinanziamento a sua volta pur essendo simile al finanziamento diretto, quanto ad esborso di capitali, essendo previsto per un numero limitato di operazioni o essendo concesso solo entro un certo plafond risponde ugualmente ad una logica di risparmio dei fondi destinati al sostegno ufficiale delle esportazioni.

In tutti e tre i casi, sia che si abbia un esplicito contributo in conto interessi sia che vi sia un mancato reddito

su fondi pubblici (crediti diretti e rifinanziamento) il costo sopportato dalla comunità per la concessione di prestiti agevolati è uguale, anche se in un caso si configura come un concreto esborso e nell'altro come un mancato guadagno.

Se/si<sup>pure</sup> presentano possibili preferenze psicologiche per l'uso o l'altro dei prelievi, appare per questo motivo ingenua l'asserzione, spesso ripetuta dai responsabili di alcune delle agenzie di finanziamento ufficiale, secondo la quale tali organismi sono in grado di sostenersi da soli. Nel Rapporto Annuale dell'Eximbank of US si legge come tale ente sia "self sustaining" nonostante che l'ampio spazio di manovra in cui esso gode derivi da un fondo di dotazione di 3 miliardi di dollari su cui percepisce interessi senza tuttavia pagarne. (21). Analogamente all'Eximbank of US tutte le altre agenzie che concedono crediti diretti, si avvalgono di fondi di dotazione a costo nullo. Ciò che interessa notare nelle caratteristiche delle agenzie di questi paesi è che esse per integrare le disponibilità costituite dai fondi di dotazione ricorrono anche sui mercati privati dei capitali; fatto questo che da loro una caratteristica di intermediari finanziari e non soltanto di erogatori di sussidi.

In Italia ed in Inghilterra il mancato impiego della tecnica del finanziamento diretto deriva prevalentemente dalle "difficoltà incontrate dalla pubblica amministrazione nel reperire mezzi sul mercato finanziario e nel gestire una spesa del settore pubblico allargato che è diventata esplosiva" (22), e quindi non risponde a considerazioni di economicità, come talvolta si ritiene.

---

(21) - "L'Eximbank potrebbe consumare gli interi 3 miliardi che costituiscono il suo capitale di base senza violare il suo mandato di essere self-sustaining" (National Journal, 4/14/79, pag. 60)

(22) - Mediocredito Centrale, Rapporto Annuale, 1978, pag. 33.

### Il "consensus"

La consapevolezza degli elevati costi legati ai programmi di agevolazione creditizia comunque essi siano strutturati ha indotto i rappresentanti dei maggiori paesi industrializzati a ricercare un accordo che interrompesse la spirale della concessione di condizioni sempre più favorevoli sui crediti alle esportazioni. La pratica concorrenziale di concedere tassi sempre più agevolati ha infatti assunto nei primi anni settanta caratteri assai simili alla più nota pratica delle svalutazioni competitive.

Nel 1976 furono adottate alcune norme di comportamento in materia di crediti agevolati all'esportazione che consentissero di interrompere la concorrenza sfrenata in materia di dilazioni di pagamento. Tali norme riviste ed ampliate nel 1978 sono state sottoscritte, anche se su base unilaterale, da 20 paesi (23) e costituiscono l'accordo che va sotto il nome di "consensus".

Le principali regole di tale accordo si possono ricavare dalla seguente tabella, e si riferiscono ai tassi di interesse minimi, alle durate massime, e alla percentuale minima di pagamento in contanti (downpayment) praticabili sui crediti agevolati all'esportazione. Differenti valori minimi e massimi sono previsti per paesi che rientrano in categorie diverse di ricchezza.

Il "consensus" è di fatto un "gentleman's agreement" tra i diversi paesi firmatari: ogni paese, cioè, si impegna a rispettarne le clausole ma nello stesso tempo non deve rendere conto a nessuno di eventuali infrazioni. In altre parole il "consensus" non ha la forza di un trattato internazionale e non prevede sanzioni contro i trasgressori. Tuttavia, un accordo che deve la sua sopravvivenza solo alla volontà dei fir-

---

(23) Australia, Canada, Comunità Europea, Finlandia, Grecia, Giappone, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia, Svizzera, Stati Uniti.

matari di non trasgredirlo deve anche essere abbastanza vago da non prefigurare eccessivi vincoli. Per questo motivo un certo numero di transazioni commerciali come quelle riguardanti vendite di centrali nucleari, aeroplani e navi che generalmente godono di facilitazioni particolari sono escluse dall'accordo. Per rendere, inoltre, meno stringente la clausola sulla percentuale minima di pagamento in contanti esso prevede che possono venire finanziati a tassi agevolati i "costi locali" fino ad un ammontare del 15% del valore della commessa, e ciò indica in pratica che il 100% della commessa può godere delle agevolazioni creditizie.

TABELLA 23

## I PUNTI ESSENZIALI DEL "CONSENSUS"

	PAESE DI DESTINAZIONE		
	Cat. A	Cat. B	Cat. C
a) tasso di interesse minimo:			
- crediti di durata da 2 a 5 anni .....	7,75%	7,25%	7,25%
- crediti di durata superiore a 5 anni.....	8%	7,75%	7,50%
b) durata massima dei crediti (espressa in anni e fra- zione di anno) .....	5-8½	8½	10
c) percentuale minima dei pa- gamenti in contanti .....	15%	15%	15%

Il "consensus" inoltre non regola la pratica sempre più diffusa dei "credit mixte". Questo tipo di crediti è costituito dall'impiego congiunto di fondi destinati alla cooperazione per lo sviluppo e di fondi agevolati per il credito al

le esportazioni. Mentre questi ultimi sono soggetti alle limitazioni previste dal "consensu" i fondi destinati all'aiuto allo sviluppo sfuggono a tali restrizioni e quindi possono essere concessi con scadenze di restituzione superiori ai 10 anni o tassi inferiori al 7.50%. Da ciò deriva che la commissione di questi due tipi di apporti finanziari consente di concedere un prestito le cui condizioni complessive sono in contrasto con le norme del "consensus", pur non violandolo formalmente. Introdotta dai francesi la tecnica del "credit mixte" è ormai adottata praticamente da tutti i paesi industrializzati. Un tipico esempio di questo genere di crediti è dato dalle condizioni di pagamento recentemente offerte da un consorzio franco-tedesco-austriaco che ha vinto una gara di appalto per un contratto di ammodernamento della rete telefonica egiziana offrendo un prestito dell'ammontare di 1.8 miliardi di dollari al tasso del 5.5%, con scadenza trentennale ed un "periodo di grazia" di dieci anni (24). Alle norme del "consensus" sfuggono inoltre quei crediti che pur essendo agevolati non sono crediti alle esportazioni. Con questa argomentazione le autorità giapponesi difendono la legittimità di una pratica da essi introdotta per promuovere le proprie esportazioni senza finanziarle esplicitamente e che essi definiscono come "finanziamento delle importazioni". Questa tecnica prevede la concessione a paesi stranieri di finanziamenti a tassi estremamente agevolati e comunque inferiori al 7.50% per lo sfruttamento di giacimenti di petrolio, carbone e di minerali in genere contro la promessa di forniture destinate ad alimentare gli approvvigionamenti di materie prime del paese finanziatore. Il contratto però non vieta che sia il paese finanziatore e cioè il Giappone a vendere le attrezzature necessarie alla realizzazione dei progetti, contribuendo così all'apertura di nuovi mercati agli esportatori giapponesi.

Come si vede, dunque, esiste una varietà di modi per aggirare le norme del "consensus"; ciononostante esiste l'obbligo da parte del paese sottoscrittore che non rispetti i limiti,

---

(24) - Financial Times, 26 settembre 1979.

stabiliti di notificarlo per consentire agli altri paesi firmatari di contrastare (match) i termini che egli ha offerto.

Da più parti vanno emergendo pressioni per una revisione del "consensus" che consenta una riduzione generalizzata dei costi della agevolazione o una maggiore perequazione dei meccanismi agevolativi nei diversi paesi. I fautori di un "consensus" più vincolante puntano soprattutto ad una specificazione dei tassi minimi per ogni paese e a un collegamento dei tassi minimi ai tassi prevalenti sul mercato. Attualmente, infatti, i tassi minimi sono fissi e ciò comporta diverse conseguenze:

- a) essendo il tasso di interesse interno dei diversi paesi differente in uno stesso momento, l'entità dei contributi che ogni stato versa per portarsi sul tasso del 7,50% è ovviamente diverso. Gli estremi sono rappresentati da un lato da Germania e Svizzera i cui tassi interni, inferiori al 7,50%, non richiedono sussidi, dall'altro dai tassi prevalenti in Italia ed Inghilterra che al contrario richiedono e sborsi più elevati.
- b) In una situazione di tassi crescenti come l'attuale, il contributo necessario a consentire la concessione di un prestito al tasso fisso del 7,5% diviene sempre più elevato.

Non sembra opportuno addentrarci nell'esame delle varie proposte di revisione avanzate perché non si intravedono al momento meccanismi "oggettivi" in grado di estendere in modo "non discriminatorio" l'autorità del "consensus", e perché non sembra esista una qualche forma di accordo politico capace di costituire un punto di convergenza dei diversi sottoscrittori dell'accordo. Si ricorderanno invece brevemente le posizioni dei diversi paesi in relazione a possibili modifiche del "consensus".

Gli Stati Uniti premono per un innalzamento dei tassi ed un allungamento delle scadenze: è facile comprendere come questa soluzione consentirebbe loro una riduzione dei costi di agevolazione e li porrebbe in una situazione di vantaggio relativo essendo più agevole per gli USA concedere crediti a lungo termine in dollari di quanto possa esserlo ad esempio per l'Italia.

La Germania non ha opposizioni all'allungamento delle scadenze, disponendo abbondantemente di liquidità internazionale nonché di una valuta sempre più usata nelle transazioni tra paesi; ha viceversa maggiori remore ad alzare il tasso di interesse perché il minor onere che ciò comporterebbe per la Germania non è significativo essendo il tasso interno tedesco relativamente basso, mentre un suo aumento accrescerebbe l'onere del debito dei paesi dell'Est con cui la Germania ha intense relazioni finanziarie e commerciali.

La posizione di paesi come l'Italia non può essere contraria all'incremento dei tassi di interesse minimi che ridurrebbero il costo dell'agevolazione, mentre potrebbe essere contraria all'allungamento delle scadenze, che può svantaggiarlo rispetto a paesi più dotati di capitali.

Concludendo, non sembra che vi sia un accordo in grado di rendere il "consensus" più restrittivo, quindi in prospettiva dovrebbe allargarsi quel margine oscuro che separa i prestiti ufficialmente "legati" alle esportazioni e quindi vincolati agli accordi internazionali, dai prestiti ufficialmente "non-legati" (untied) ma pur sempre finalizzati a promuovere le esportazioni dei diversi paesi.

#### Finanziamenti e competitività

Se, come sembra, la pressione dell'offerta nei mercati dei paesi emergenti continuerà a crescere, crescerà anche la tendenza a concedere crediti a condizioni sempre più competitive in materia di dilazioni di pagamento, e poiché i crediti all'esportazione sono soggetti a limitazioni in materia di competitività ciò comporterà un maggiore ricorso a tecniche del tipo dei "credit mixte" e comunque all'impiego di fondi destinati al finanziamento dello sviluppo per stimolare transazioni commerciali.

Non sembra sia corretto valutare in termini di "etica commerciale" la concessione di finanziamenti con più o meno consistenti "elementi dono" dal momento che la realtà del commercio

internazionale è permeata da motivazioni sia economiche che politiche e come tale si differenzia considerevolmente da un modello di libera concorrenza. Ciononostante riteniamo che sia errato puntare sulla concessione di tassi sempre più agevolati per stimolare la competitività delle esportazioni verso i Pvs.

Abbiamo visto in precedenza come i tre elementi su cui si basa la competitività di un prodotto, costo, qualità e condizioni di pagamento, siano riconducibili a due se le condizioni di pagamento vengono assimilate a variazioni di costo.

Ciò è vero solo in parte perché la concessione di condizioni di pagamento favorevoli al compratore è più propriamente una fornitura di servizi, e come tale è qualcosa qualitativamente diverso da una mera riduzione di costo. Per chiarire meglio questo concetto si può fare un parallelo con i servizi costituiti dal trasporto di una merce: tra due prodotti uguali per costo e qualità uno dei quali fornito a domicilio ed uno franco azienda risulta infatti più concorrenziale quello che comprende la consegna, anche se ciò comporta un costo aggiuntivo, perché per il compratore è generalmente costoso e scomodo accollarsi l'impegno ed i rischi connessi al trasporto.

Analogo discorso va fatto per le dilazioni di pagamento, e non è certo una considerazione nuova se si pensa all'estensione che il fenomeno della vendita a rate ha raggiunto nei mercati dei paesi industrializzati. Dal momento che una adeguata struttura di finanziamenti richiede una efficiente organizzazione dell'intermediazione finanziaria di cui non tutti i paesi possono disporre, questo sembra essere il punto cruciale della battaglia per una maggiore competitività.

Per questo motivo sembra riduttivo vedere confinata alla agevolazione in conto interessi il contributo che il settore finanziario può dare alla competitività delle esportazioni. Il reale contributo è costituito piuttosto dalla capacità propria

del sistema finanziario di rendere effettiva una domanda potenziale, attualizzandola con la concessione di prestiti. Partendo da questa premessa sembra dunque che il contributo più efficace che lo stato possa dare in campo finanziario sia costituito dall'ampliamento delle capacità di intermediazione.

Se definiamo come addizionalità il volume di ordinazioni ad dizionali che l'intervento dello stato rende possibili rispetto a quelle che le sole forze di mercato sarebbero in grado di realizzare, sembra giusto ritenere che tale addizionalità sia tanto maggiore quanto più la capacità di intermediazione del settore bancario risulti ampliata dall'intervento ufficiale.

In uno studio del Dipartimento del Tesoro americano si sostiene che l'"addizionalità" legata alle attività dell'Eximbank of US è data dalla capacità di stimolare le esportazioni americane attraverso una riduzione delle imperfezioni presenti sul mercato internazionale dei capitali. In questo senso, come si è visto, la concessione della assicurazione sui crediti alle esportazioni gioca un ruolo fondamentale nella estensione del volume e delle scadenze dei prestiti. A loro volta anche gli stanziamenti finanziari possono giocare un ruolo importante, soprattutto per quanto riguarda l'allungamento delle scadenze. Nei finanziamenti congiunti con il settore privato, in fatti, l'agenzia ufficiale si può accollare la parte del prestito a cui si riferiscono i rimborsi più lontani.

Così agisce ad esempio l'Eximbank of US che concede i suoi crediti diretti in modo tale che venga rimborsata prima la componente del prestito concessa dal settore privato, ed in seguito quella ufficiale, assumendosi così la parte del prestito con scadenze più lontane. Analogo comportamento segue l'ECGD inglese che prevede il ricorso al rifinanziamento solo per i crediti in sterline la cui durata sia superiore ai 6 anni e pre vede per i finanziamenti in valuta un intervento diretto, qualo ra le banche non intendano rinnovare il prestito fino alla sca denza ultima, per coprire le scadenze più lontane.

## IL FINANZIAMENTO DEL COMMERCIO ITALIANO

Il contributo in termini di competitività che il sostegno ufficiale delle esportazioni può comportare risulta di estremo interesse per una economia che come quella italiana è dotata di un elevato grado di apertura internazionale, testimoniato dal valore di 0.25 del rapporto tra le esportazioni ed il PIL. Si è visto nel capitolo precedente come il termine competitività vada inteso come la capacità di fornire prodotti qualitativamente superiori piuttosto che non nel senso limitativo di capacità di vendere a prezzi inferiori.

Più in particolare si è visto come sia determinante ai fini della competitività la concessione di servizi finanziari agli acquirenti di prodotti nazionali.

Vedremo ora cosa significhi per un singolo paese la prestazione di questi servizi. Sul piano interno l'utilizzazione più o meno massiccia o più o meno flessibile dei programmi di agevolazione finanziaria delle esportazioni può essere vista come la manovra di uno strumento di politica economica, avente particolari effetti sulle grandezze economiche interne.

Considereremo quindi in primo luogo gli effetti più rilevanti che sono connessi ad un impiego dei programmi di assistenza delle esportazioni e vedremo poi quali risultati sia presumibile aspettarsi da un impiego discrezionale di questo strumento.

Infine da un esame del funzionamento del sistema italiano di assistenza finanziaria alle esportazioni (finanziamento agevolato ed assicurazione dei crediti) si trarranno alcune conclusioni su come rendere i servizi di finanziamento delle esportazioni più adeguati al loro compito di promozione della domanda estera ed in particolare della domanda dei paesi emergenti.

Come già è emerso nel corso del lavoro l'assistenza ufficiale delle esportazioni sarà qui vista non come la capacità di concedere prestiti a tasso particolarmente favorevole ma come la capacità di stimolare una più diffusa prestazione di ser

vizi finanziari in appoggio del commercio estero e di stimolare un miglioramento della qualità di tali servizi.

### Effetti della politica di assistenza ufficiale delle esportazioni

Un primo effetto dei programmi ufficiali di assistenza finanziaria delle esportazioni può essere individuato nella capacità di stimolare particolari settori merceologici della bilancia dei pagamenti; come si è infatti più volte ricordato tali programmi determinano uno stimolo alla concorrenzialità dei prodotti nazionali sui mercati dei beni strumentali e dell'impiantistica, di quelle merci cioè, che per l'importo elevato delle forniture, richiedono maggiori dilazioni di pagamento. Ciò non è importante solo per l'andamento presente del saldo commerciale ma anche per la sua dinamica futura, dal momento che l'impossibilità di concorrere sui mercati esteri con l'industria di altri paesi porterebbe ad un declino di tali settori ed in prospettiva all'entrata massiccia di beni strumentali esteri sul mercato nazionale.

Un secondo effetto dei programmi ufficiali è rintracciabile sulle direttrici geografiche del commercio estero; infatti in mancanza di assistenza ufficiale le esportazioni tendono a dirigersi verso quelle aree ad elevata disponibilità di capitali e in grado, quindi, di pagare in contanti. In altre parole in assenza di finanziamenti il commercio estero tenderebbe a concentrarsi sui paesi industrializzati e sui paesi OPEC, e, in assenza di assicurazione sui crediti, si concentrerebbe solo sui primi. D'altra parte se ci si concentrasse solo sui mercati capaci di offrire prospettive di affari svincolati dal problema del finanziamento e della assicurazione, ciò significherebbe il pratico abbandono della collaborazione economica con la maggior parte dei paesi emergenti.

Accanto a questi effetti selettivi sul piano merceologico o geografico vi sono poi tre altri effetti connessi all'impiego dei programmi ufficiali di assistenza finanziaria che sono meno selettivi nel loro impatto sul commercio o sull'economia nel

suo insieme. Il primo di essi può essere visto nel rafforzamento della componente estera della domanda e nella riduzione della sua variabilità. Nel caso italiano ciò si verifica attraverso un rafforzamento delle correnti di esportazione di beni strumentali e di impianti che sono meno soggette alle pressioni della domanda interna. Come è noto infatti la variabilità del saldo commerciale italiano sembra da attribuirsi prevalentemente alla complementarità della domanda interna con la domanda estera, motivo per il quale le esportazioni risultano più dinamiche se la corrente di spesa interna è debole, e viceversa. Questa relazione è particolarmente stretta per quei beni di consumo durevole (abbigliamento, mobilio) e per i semimanufatti (raggruppati nella categoria 6 della SITC) che sono particolarmente legati alla domanda interna, mentre lo è assai meno per quei beni che si avvantaggiano maggiormente dell'assistenza finanziaria all'esportazione.

Un altro elemento di stimolo connesso ai programmi ufficiali in materia di esportazioni si riferisce al contributo che essi costituiscono per una più razionale ed efficiente organizzazione del commercio estero. E' evidente infatti che una efficiente assistenza finanziaria facilita l'affermazione di strategie condotte a livello di gruppo, la realizzazione di progetti di sviluppo integrati che prevedono la combinazione di interessi produttivi diversificati, oltre che rivelarsi determinante nei confronti concorrenziali su vasta scala.

Spesso le commesse di maggiori dimensioni richiedono un insieme di competenze che non può essere fornito da un solo gruppo industriale, e talvolta non può essere fornito da un solo paese come dimostra l'esempio citato in precedenza del contratto vinto in Egitto da un consorzio austro-franco-tedesco per l'ammodernamento della rete telefonica. In questi casi solo una sofisticata ed elastica struttura finanziaria è in grado di conciliare esigenze spesso molto diverse, consentendo che casi di collaborazione possibili sul piano tecnico diventino concreti accordi di produzione. L'assistenza finanziaria ufficiale in questo campo costituisce un valido contributo al superamento del carattere episodico della presenza delle merci italiane sui mercati esteri ed al rafforzamento delle strategie

integrate di esportazione.

Vi è infine un effetto in termini di maggiore occupazione, di cui però è difficile quantificare la dimensione, dal momento che non è possibile dire, se non con un largo margine di approssimazione, quale sia la "addizionalità" connessa ai programmi ufficiali di assistenza finanziaria e cioè quale sia il volume di esportazioni addizionali che senza l'intervento ufficiale non avrebbe avuto luogo.

Tra gli effetti considerati, quelli senza dubbio più interessanti ai fini della manovra di politica economica sono quelli più strettamente selettivi anche se è importante non trascurare l'importanza del secondo degli elementi "non selettivi". Quest'ultimo infatti ricorda come una efficiente struttura di assistenza ufficiale possa contribuire in modo determinante al superamento di un approccio individuale dell'esportatore nazionale ai mercati esteri. Nel caso italiano un chiaro esempio di come, grazie all'intervento ufficiale si determini un approccio più organico ai mercati esteri, è dato dalla rottura del monopolio che gli Istituti di credito speciale detenevano nel finanziamento agevolato delle esportazioni.

Si è infatti così determinato un crescente interesse del settore bancario per questo campo di attività e ciò induce a ritenere che per il futuro vi sarà una maggiore connessione tra il momento commerciale e quello più propriamente finanziario dell'operazione, che nell'esperienza italiana sono risultati spesso slegati, contrariamente alla pratica prevalente negli altri maggiori paesi industrializzati.

Selettività merceologica. La selettività merceologica che come si è visto risulta connessa all'assistenza finanziaria ufficiale delle esportazioni risulta di particolare importanza per un paese come l'Italia la cui formazione di reddito dipende per un quarto del totale dalla domanda estera. Una constatazione di questo genere è probabilmente sempre vera, ma acquista una rilevanza specifica nella fase di transizione che sta attualmente attraversando il commercio internazionale.

Abbiamo visto infatti come la debole dinamica della doman\_

da dei paesi industrializzati accresca l'interesse degli esportatori per i mercati dei paesi emergenti, e come i rapidi tassi di crescita registrati da questi paesi lascino ben sperare in un elevato assorbimento di prodotti esteri. Si ricorderà anche, però, che la domanda effettuata dai Pvs è mossa dall'obiettivo di fondo di questi paesi di dotarsi di una struttura industriale, e come tale non è una domanda generica ma specificamente qualificata.

In particolare, i paesi OPEC tendono a dotarsi di una industria "energy intensive" che consenta loro di esportare prodotti a maggiore contenuto di valore aggiunto di quanto non sia la semplice esportazione di combustibile, mentre i Pvsnp tendono a dotarsi di un'industria manifatturiera che sola può consentire loro di generare un flusso di esportazioni tale da far fronte agli oneri del ripagamento dei debiti esteri. Nonostante la diversità di motivazioni quindi i Pvs si presentano sul mercato internazionale con una domanda "qualificata" di importazioni, concentrata in particolare sui beni strumentali, i mezzi di trasporto e le forniture di impianti.

A fronte di questa corrente di importazioni, tuttavia, i Pvs tendono ad alimentare una crescente corrente di esportazioni di manufatti, mano a mano che il loro processo di industrializzazione procede. Si tratta in genere di manufatti a medio-basso contenuto tecnologico, prodotti però a costi inferiori che nei paesi industriali e quindi estremamente concorrenziali con i beni "maturi" fabbricati in tali paesi. Ne consegue che se l'economia italiana vuole adattarsi alle caratteristiche che il commercio con i Pvs va assumendo, essa deve essere in grado di esportare verso di essi beni a medio-alto contenuto tecnologico e di importare da essi beni a medio-bassa tecnologia.

Attualmente, tuttavia, la struttura delle esportazioni italiane è esattamente l'opposto di ciò che sembrerebbe desiderabile, essendo prevalentemente composta da beni di consumo durevole, e da beni ad alto assorbimento di energia come i derivati del petrolio ed i prodotti dell'industria di trasformazione dei minerali non metalliferi. I saldi positivi della bilan-

cia commerciale per settori produttivi vedono infatti al secondo posto il settore "Abbigliamento ed arredamento", al quarto posto i "Prodotti tessili" ed al sesto ed al settimo posto rispettivamente i "Derivati del petrolio" ed i prodotti definiti, come "Trasformazione dei minerali non metalliferi".

Questi prodotti come è noto costituiscono un punto di forza della nostra bilancia commerciale ma indicano anche come la struttura delle nostre esportazioni non si sia modificata significativamente dagli anni del "miracolo economico". Il problema che questa mancata evoluzione determina per l'Italia consiste nella concorrenza che i paesi emergenti possono fare negli stessi comparti produttivi che costituiscono il punto di forza delle esportazioni italiane.

In conclusione la logica sottostante alle relazioni commerciali italiane con i Pvs risulterebbe fortemente contraddittoria dal momento che verrebbero forniti loro beni strumentali ed impianti, sotto forma di esportazioni, con i quali i Pvs potrebbero muovere una concorrenza vincente alle esportazioni italiane in settori di importanza vitale come quelli dei beni di consumo durevoli.

Ecco dunque, in che senso la selettività merceologica attribuibile all'assistenza finanziaria alle esportazioni risulta in questo momento particolarmente importante: essa infatti potrebbe contribuire a stimolare quella evoluzione delle nostre esportazioni per tipo di prodotti che in passato è proceduta troppo a rilento.

Prima di procedere oltre nel nostro discorso, bisogna ricordare come il meccanismo delle considerazioni, sopra svolte, secondo le quali i Pvs si configurerebbero come venditori di prodotti "maturi" ed i paesi industrializzati come venditori di prodotti "nuovi", vada considerevolmente ridimensionato. In altri termini se è opportuno per l'Italia esportare una quantità crescente di prodotti tecnologicamente sofisticati ciò non significa che i prodotti "maturi" non debbano continuare ad alimentare una consistente corrente di esportazioni.

In primo luogo, stando alle previsioni della Banca Mondiale il totale delle esportazioni di manufatti dei Pvs verso i paesi industrializzati dovrebbe costituire verso la fine degli anni ottanta solo il 4% del consumo di questi paesi. In secondo luogo va ricordato come un eccessivo meccanicismo circa gli sviluppi del commercio internazionale deriva dall'applicazione del modello del "ciclo di vita del prodotto" ad aggregati di merci eccessivamente disomogenei. Tale modello infatti è stato elaborato con riferimento a singoli prodotti e con difficoltà se ne può tentare una verifica anche attraverso l'impiego di dati assai disaggregati come le voci a tre o quattro cifre della Standard International Trade Classification (SITC), infatti anche settori definiti come "maturi" possono contenere gruppi di prodotti ad elevata specializzazione.

Con riferimento al commercio italiano verso i Pvs il quadro pessimistico che si deriverebbe da un semplice impiego del modello del "ciclo di vita del prodotto" è in parte smentito dai dati della tabella 24, dai quali è possibile constatare come nel periodo 1969/75 le esportazioni italiane verso i Pvs di beni di consumo durevole come mobilio, abbigliamento, calzature, nonché elettrodomestici ed automobili tendano a conquistare quote di mercato.

In sintesi, bisogna guardarsi dal rischio di ritenere che "un elevato grado di sviluppo tecnologico ed una struttura relativamente "moderna" delle esportazioni di un paese sia sinonimo di equilibrio o comunque di relativo vantaggio nella dinamica dei conti con l'estero, essendo il Regno Unito, la Francia e gli stessi USA casi emblematici di questa situazione" (25).

Proprio quest'ultima considerazione induce a ritenere che non sia auspicabile un impiego discrezionale, sotto il profilo merceologico, degli strumenti finanziari ed assicurativi impiegati a sostegno delle esportazioni. Come si è visto, già di per sé l'agevolazione delle esportazioni favorisce un insieme di in

---

(25) F. ONIDA, "Industria italiana e commercio internazionale", 1978.

Quote delle esportazioni dell'Italia sulle importazioni manifatturiere di alcuni mercati.

Settori	Quote sulle importazioni totali		Quote sulle importazioni dei paesi OCSE			
	OCSE		PVS		PSE	
	'68-69	'74-75	'68-69	1975	'68-69	1975
5+6+7+8 Totale manifatti	6,5	5,8	5,6	5,9	13,3	9,6
266 Fibre chimiche	9,8	8,6	4,4	2,4	22,2	18,8
332 Prodotti petroliferi	10,7	6,2	17,6	20,4	9,0	9,9
5 Chimica	4,2	4,3	4,6	5,1	12,5	7,8
512 Chimica organica	4,7	4,8	3,8	3,8	11,7	7,7
513 Chimica inorganica	3,3	2,5	4,8	5,4	19,1	15,3
514 Altra chimica inorganica	3,8	3,1	2,9	6,2	15,9	21,7
54 Farmaceutici	4,2	5,7	6,2	6,3	6,6	5,0
56 Fertilizzanti	2,9	1,6	6,5	7,3	4,9	0,8
57 Esplosivi	2,2	9,3	7,0	6,7	4,9	0,8
58 Materie plastiche	7,0	7,0	5,2	6,6	21,9	11,4
6 Manifatti di prima lavoraz.	4,3	4,7	5,9	7,2	12,7	11,3
61 Pelli e cuoio	7,7	5,5	7,8	6,7	22,9	38,1
62 Gomma	9,0	7,9	4,2	5,4	21,6	11,7
63 Legno	5,1	3,5	11,5	9,4	14,1	3,8
64 Carta	1,5	2,0	3,8	3,3	6,3	2,6
65 Tessile	9,1	8,2	5,8	5,4	22,9	13,6
651.6 Fili e filati di fibre sintet.	11,1	8,4	8,4	5,7	21,5	21,4
652 Tessuti di cotone	5,0	5,2	1,1	2,6	4,6	1,8
67 Siderurgia	3,0	3,5	5,2	8,1	7,4	11,9
671 Ghisa	0,7	1,1	0,6	0,7	0,8	0,8
672 Lingotti	2,5	2,2	3,9	9,5	4,9	7,7
673 Prodotti lunghi	3,3	4,1	3,9	9,7	19,9	6,7
674 Prodotti piatti	2,6	3,2	2,3	4,4	7,2	4,4
678 Tubi	6,1	6,3	9,3	10,2	6,9	18,6
69 Prodotti di metallo	6,7	5,9	10,2	10,7	17,3	10,6
7 Meccanica	5,75	5,35	5,7	5,4	13,6	9,0
71 Meccanica non elettrica	6,6	6,0	6,6	6,9	12,4	10,6
711 Macchine generatrici	3,0	3,0	4,0	4,3	10,9	7,0
712 Macchine agricole	6,4	7,4	6,7	6,3	7,8	1,1
714 Macchine per ufficio	8,6	5,8	8,0	6,7	12,1	5,1
715 Macchine utensili	6,3	7,2	8,0	10,6	16,1	8,8
717 Macchine tessili	9,3	8,8	8,0	7,4	17,5	20,4
718 Macchine per industr. spec.	6	5,1	8,0	6,0	10,0	5,4
719 Macchine n.a.c.	6,7	6,7	8,0	7,7	12,6	12,0
72 Meccanica elettrica	6,1	5,4	5,1	4,7	13,8	8,2
722 Motori elettrici	3,7	3,2	7,0	5,6	15,2	10,0
724 App. telecomunicazioni	3,4	4,1	7,0	2,8	6,9	9,3
725 Elettrodomestici	28,9	20,9	17,0	19,5	17,1	21,3
729 Altri app. elettrici	3,6	4,8	17,0	2,6	13,2	6,4
73 Mezzi di trasporto	4,8	4,5	4,4	4,1	13,8	3,7
732 Autoveicoli e loro parti	5,6	5,2	5,4	6,3	25,8	6,2
732.1 Automobili	7,1	6,4	5,6	6,4	19,0	21,8
734 Aerei	1,6	1,3	2,0	3,3	1,2	/
735 Navi	2,0	1,1	3,7	0,6	6,2	0,2
8 Manifatti vari	12,7	10,7	6,0	7,6	15,2	7,2
82 Mobilio	10,0	11,4	13,8	19,5	8,8	3,4
83 Articoli da viaggio	18,5	22,0	8,2	11,5	15,0	21,4
84 Abbigliamento	17,9	12,1	8,0	10,5	20,6	8,8
841.4 Maglieria	32,0	20,3	1,3	15,1	22,9	12,8
85 Calzature	42,4	37,7	14,4	20,0	17,1	10,8
86 Strumenti, ecc.	4,0	3,4	2,4	2,1	7,2	3,6
891 Strum. musicali, fonogr., reg.	4,1	4,7	1,5	1,4	9,7	3,1
891.1 Fonografi e registratori	2,8	2,3	1,5	0,7	/	1,9

Fonte: F. ONIDA, "Industria italiana e commercio internazionale", 1978.

dustrie a contenuto tecnologico medio-alto, cioè quelle le cui esportazioni richiedono maggiori dilazioni di pagamento. Per questo motivo dal momento che il programma ufficiale di assistenza delle esportazioni tende a favorire una linea di tendenza alla crescita del valore aggiunto delle esportazioni italiane senza però che si cada in quello che Onida chiama il "mito della tecnologia alta", non si vede perché si dovrebbe effettuare una selezione che nel migliore dei casi tenderebbe ad avvantaggiare solo le imprese ad alto contenuto tecnologico e a svantaggiare, in modo spesso ingiustificato, le imprese a medio contenuto tecnologico e nel peggiore dei casi occulterebbe una politica di sussidi alle aziende più dissestate.

Di fatto, per l'assenza in Italia di una qualche forma di politica industriale con dei principi unificatori, ogni criterio assumerebbe inevitabilmente un margine di arbitrarietà, motivo questo per cui l'economicità della gestione appare come la più sicura tra le linee da seguire.

Inoltre, poiché la prima forma di discrezionalità che viene in genere applicata è quella a sostegno dell'occupazione si avrebbe una situazione in cui verrebbero agevolate le esportazioni delle imprese in crisi, quando il sostegno delle esportazioni è del tutto assurdo se separato da altre manovre di ristrutturazione industriale.

Selettività geografica. A differenza di quanto visto sotto il profilo merceologico, l'impiego discrezionale degli strumenti finanziari ed assicurativi sembra desiderabile in materia di distribuzione geografica.

La selettività nella distribuzione geografica dell'assistenza finanziaria alle esportazioni risulta di agevole attuazione, dal momento che gli organi di gestione possono ripartire secondo i criteri ritenuti più opportuni l'erogazione dei fondi o la concessione delle garanzie assicurative verso particolari paesi e determinate aree geografiche.

L'efficacia di un impiego selettivo di tali strumenti risulta assicurata dall'esistenza di una domanda che eccede le

possibilità ufficiali di assistenza.

Ad esempio, a fronte di una perdita di quote di mercato in particolari aree geografiche è possibile stabilire un incremento del volume dei finanziamenti agevolati a delle coperture assicurative per le esportazioni dirette verso quei particolari paesi. Così sembra essere avvenuto nel 1978 quando la quota relativa dei finanziamenti agevolati verso i paesi ad economia pianificata è cresciuta rispetto alla quota relativa ai Pvs.

Si può inoltre stabilire un "plafond" per l'esposizione creditizia o assicurativa verso un paese o un'area, oppure si può non stabilirlo, ed in entrambi i casi si ha l'esempio di una scelta che ha i suoi riflessi sul flusso di operazioni commerciali con determinate aree piuttosto che con altre.

Come questo, infiniti altri possono essere i metodi con cui influenzare le direttrici del commercio estero.

Quali sono tuttavia i criteri che guidano la ripartizione geografica degli impegni di Sace e Mediocredito?

Le determinanti, piuttosto ovvie, di tale ripartizione sono date da un lato dalla distribuzione del commercio estero italiano e dall'altro dalla valutazione che Sace e Mediocredito danno dell'affidabilità del debitore estero.

Tuttavia diremo che la distribuzione del commercio delle agenzie ufficiali ed i criteri nella ripartizione dell'assistenza sono due variabili tra di loro dipendenti. L'una cioè influenza l'altra e viceversa. Per questo motivo, fermo restando che la distribuzione geografica dell'assistenza ufficiale ricalca per grandi linee le direttrici del commercio nazionale, cercheremo di individuare in che misura l'assistenza ufficiale può facilitare od accrescere l'accesso a quei mercati che sembrano particolarmente permettenti.

Per quanto riguarda il flusso di esportazioni italiane verso i Pvs la loro struttura e la loro dinamica possono essere individuate nella tabella 25 che ne riporta la distribuzione

TAB 25

## STRUTTURA GEOGRAFICA DEL COMMERCIO ITALIANO VERSO I PUS

	A	B	C	D	E	F	G
	1973 (miliardi di lire)	1978 (miliar- di di lire)	CRESCITA MEDIA AN- NUALE	INDIC. DI DIN. (C/ 35.3)	RIPARTI- ZIONE % (1978)	RIPART. % NUOVE GA- RANZIE SA- CE (1978)	RIPART. % CRED. CAP. AGEV. MEDIOC
1) EUROPA	1062	2996	22.6	0.6	20	6.5	10
di cui							
PORTOGALLO	103	246	19.0	0.5	2	0.5	1
SPAGNA	314	698	17.3	0.5	5	0.5	
YUGOSLAVIA	311	749	19.2	0.5	5	3.8	6
GRECIA	220	807	29.7	0.8	6	1.1	1
TURCHIA	110	391	28.9	0.8	3	0.7	2
AFRICA SETTENTRIONALE	495	2701	40.4	1.1	19	32.4	16
di cui							
MAROCCO	34	181	39.7	1.1	1	3.8	
ALGERIA	103	804	50.8	1.4	6	15.3	16
TUNISIA	31	167	40.0	1.1	1	2	
LIBIA	264	1106	33.2	0.9	8	12.6	
EGITTO	31	345	61.9	1.8	2	0.5	
AFRICA ISUD-SAHARA	376	1283	27.8	0.8	9	9.4	9
di cui							
NIGERIA	36	556	72.9	2.1	4	1.0	1
AMERICA LATINA	459	1738	30.5	0.9	12	14.3	21
di cui							
MESSICO	34	224	45.8	1.3	2	1.5	7
VENEZUELA	75	408	40.3	1.1	3	1.7	4
BRASILE	126	285	17.7	0.5	2	0.9	2
ARGENTINA	78	189	19.4	0.5	1	3.3	5
MEDIO ORIENTE	423	3811	55.2	1.6	27	31.1	38
di cui							
LIBANO	74	197	21.6	0.6	1	0.1	
SIRIA	31	201	45.3	1.3	1	0.2	
IRAQ	18	274	72.4	2.1	2	4.0	
IRAN	103	905	54.4	1.5	6	15.8	25
ISRAELE	86	230	21.7	0.6	2		12
ARABIA SAUDITA	45	1242	94.2	2.7	9	6.4	
KWAIT	22	243	61.7	1.7	2	0.2	
EAU	8	213	92.8	2.6	2	2.0	
ASIA SUDORIENTALE	259	1501	42.1	1.2	11	6.2	4
di cui							
HONG-KONG	34	164	37.0	1.0	1		
CINA	44	159	29.3	0.8	1		
OCEANIA	6	13	16.7	0.5	1	0.1	
TOTALE	3100	14043	35.3	1.0	100	100	100

FRONTE: ISTAT, Statistica Mensile Commercio Estero  
SALE ; MEDIOCREDDITO

per aree geografiche e per i principali mercati di sbarco (i 26 paesi che nel 1978 avevano importato merci italiane per un valore superiore a 150 miliardi di lire).

Due sono le constatazioni principali che emergono dai dati della tabella. In primo luogo si nota come le esportazioni italiane siano concentrate in modo netto nei paesi più vicini geograficamente all'Italia ed in particolare nei paesi mediterranei o del Medio-oriente. Il 66% delle esportazioni infatti si dirige verso le tre zone che abbiamo definito Europa, Medio Oriente ed Africa Settentrionale e più in particolare il 50% si concentra in 7 paesi (Arabia Saudita, Libia, Iran, Algeria, Nigeria, Grecia, Jugoslavia, Spagna). Lo sviluppo di queste correnti di esportazione sembra inoltre assai rapido, se si fa l'eccezione dei Pvs europei verso i quali si registra una minore dinamica; se si considerano i valori dell'indice dinamico per i paesi OPEC tale sviluppo appare addirittura rapidissimo. La tabella 26 consente inoltre di vedere come esista uno stretto collegamento tra la diversa dinamica delle esportazioni italiane sui vari mercati dei paesi emergenti e la variazione delle quote di mercato nei paesi OPEC ed europei.

La seconda constatazione sembra essere data dalla composizione per classe di reddito dei maggiori importatori di merci italiane. Tra i 26 paesi riportati, solo tre (Egitto, Marocco e Nigeria) hanno un reddito pro-capite inferiore a 550 dollari l'anno, e gli altri si collocano tutti nel settore dei paesi a reddito "medio-superiore" con l'eccezione di Turchia, Algeria, Siria, Tunisia e Messico.

A queste caratteristiche geografiche delle esportazioni corrispondono caratteristiche analoghe nella ripartizione della assistenza ufficiale. Si registra cioè una concentrazione di crediti agevolati e di operazioni assicurate nei paesi mediterranei e medio orientali, con Algeria, Libia, Iran ed Arabia Saudita che contano per il 50% delle nuove garanzie concesse nel 1978 e con Algeria, Iran, Israele, Jugoslavia e Messico che contano per circa il 66% dei nuovi crediti agevolati (26).

---

(26) L'assenza di dati disaggregati sugli stocks costringe ad

TABELLA 26

EVOLUZIONE QUOTE DI MERCATO ITALIANE NEL COMMERCIO CON I PVS  
(Esportazioni italiane/Importazioni totali)

Quote di mer- cato nei paesi	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
OPEC	8.4	7.4	7.7	7.7	7.8	8.8	9.2
PVS Europei	12.	11.4	12.3	11.1	10.6	11.7	10.5
Altri	4.2	3.8	3.8	4.2	3.6	4.1	4.4

Fonte: OCSE, Trade by commodities, Serie B

Inoltre per quanto riguarda i tre paesi con reddito pro-capite inferiore a 550 dollari, si nota come nonostante l'elevata dinamica delle esportazioni italiane (indice superiore ad 1) vi sia una relativamente bassa assistenza finanziaria ed assicurativa: solo nel caso del Marocco la ripartizione percentuale delle coperture assicurative è superiore alla ripartizione percentuale delle esportazioni verso quel paese.

La relativa concentrazione geografica dell'assistenza ufficiale delle esportazioni, che sembra emergere da questa rapida panoramica, sembra indicare come tale assistenza sia strettamente determinata dalla domanda che gli esportatori ne fanno. In altri termini l'assistenza ufficiale tende a seguire molto da presso le direttrici del commercio. In qualità di strumenti di politica economica i crediti agevolati e le garanzie assicurative devono però poter avere anche una capacità di indirizzo.

In questo senso la politica, fin qui seguita, di scarsa diversificazione degli impegni ufficiali appare non solo rischiosa come insegna l'esperienza della Turchia e dell'Iran, ma anche relativamente poco dinamica.

A titolo indicativo abbiamo riportato nella Tabella 27 le esportazioni italiane verso i Pvs accanto ai dati sui flussi e gli stocks relativi sia ai finanziamenti agevolati di Medio-credito, sia alle assicurazioni della Sace ed ai finanziamenti accordati a condizioni di mercato da Citibank.

L'obiettivo è di paragonare l'operato delle agenzie uff-

- 
- ./• utilizzare i dati di flusso. Si nota inoltre che i dati sui flussi di crediti agevolati e di nuove garanzie assicurative relativi ad un certo anno si riferiscono a flussi di esportazioni distribuiti su più anni; ciò rende il confronto tra flussi di esportazioni, crediti agevolati, ed assicurazioni di un certo anno puramente indicativo.

TABELLA 27

CONFRONTO TRA LA STRUTTURA DELLE ESPORTAZIONI ITALIANE VERSO I PVS,  
DELL'AGEVOLAZIONE UFFICIALE ITALIANA, E DELL'ESPOSIZIONE DI CITICORP.  
1978

	Esporta zioni i taliane	MEDIOCREDITO		SACE		CITIBANK	
		Flussi netti	Finanzia menti in essere	Nuove garanzie	Esposizio ne comples siva	Flussi netti	Finanzia menti in essere non garan titi
1) PVSNP con reddito pro-capite	57.2	38.2	69.1	32.0	46.5	52.2	75.0
\$ 1136	28.7	30.0	23	11.9	N.D.	N.D.	31.0
\$ 551   \$ 1136	12.2	4.2	10.3	7.0	N.D.	N.D.	30.0
\$ 281     550	3.5	9.5	11.1	7.1	N.D.	N.D.	11.8
280	7.6	-5.8	5.0	6.0	N.D.	N.D.	2.2
2) OPEC	42.8	61.8	30.9	68.0	53.5	47.8	25.0
3) TOTALE	100	100	100	100	100	100	100

Fonti: - Istat; Statistica mensile del commercio estero  
- Banca d'Italia, relazione annuale  
- SACE, rapporto semestrale  
- CITICORP, annual report 1978.

ciali con quello di una banca privata alla luce della struttura del commercio italiano. Un'indicazione della dinamica delle varie grandezze può essere ricavata dal confronto tra la struttura degli stocks e dei flussi relativi allo stesso anno.

Dai dati disponibili si ricava come vi sia stata una crescita assai consistente nell'assistenza finanziaria alle esportazioni verso i paesi OPEC e come la quota di tale assistenza sul totale dell'assistenza ai Pvs sia superiore al valore corrispondente delle esportazioni, e superiore all'esposizione in essere di Citibank.

Osservando i valori relativi ai Pvsnp si nota inoltre come tranne nel caso dei paesi "più poveri" la esposizione delle agenzie ufficiali sia inferiore a quella della banca privata.

Pur nella estrema generalità di questo confronto le indicazioni che sembrano emergere sono che:

- le esportazioni verso i paesi OPEC sono ben assistite, e su mercati molto competitivi ciò ha probabilmente contribuito alla conquista di nuove quote di mercato.
- le esportazioni verso i Pvsnp con reddito pro-capite superiore a 281 dollari potrebbero godere di maggiori finanziamenti anche a condizioni di mercato se le agenzie ufficiali concedessero una copertura assicurativa o si assumessero attraverso lo strumento del rifinanziamento le scadenze più lontane dei crediti.
- le esportazioni verso i Pvs più poveri sono adeguatamente assistite dallà SACE, mentre sembra che il Mediocredito tenda a ridurre i suoi impegni in questa direzione. Si nota tuttavia come la povertà di questi paesi richieda forma di assistenza più vicine all'aiuto allo sviluppo che non a semplici agevolazioni.

In conclusione sembrerebbe che vi sia spazio per una maggiore diversificazione degli impegni di SACE e Mediocredito verso i paesi emergenti non petroliferi a reddito medio e supe

riore. Un insieme di criteri incrociati può permettere di individuare in concreto i paesi che sembrano offrire i mercati più promettenti. Il primo criterio sembra essere costituito dalla prossimità geografica. In base ad esso la ricerca dei mercati potenziali si volge prioritariamente verso le aree geografiche più vicine e quindi nel caso italiano in primo luogo verso la zona mediterranea e medio-orientale, successivamente verso quella africana e sud-americana ed infine verso quella asiatica.

Un secondo criterio sembra essere quello della dimensione del mercato. Esso indica come paesi più promettenti quelli con reddito medio o superiore ed elevata popolazione; essi infatti tendono ad essere più facilmente solvibili e richiedono probabilmente minori costi di agevolazione. Un esempio di questi mercati è costituito dai paesi dell'America Latina. Vi sono però, mercati potenziali di grande interesse anche se poverissimi come è il caso dell'Egitto. Vi è infine il criterio della solvibilità. In base ad esso i paesi a reddito più alto ed i paesi petroliferi costituiscono generalmente una garanzia, ciononostante una crescente importanza va attribuita alle cosiddette "economie minerali" non petrolifere. Come noto, infatti, i giacimenti minerali costituiscono una risorsa assai facilmente monetizzabile e nello stesso tempo l'accrescimento delle relazioni commerciali con i paesi delle cui risorse la nostra economia necessita risulta assai utile. In questo senso un tipico esempio di "economia minerale" particolarmente importante per l'Italia è dato dal Marocco con i suoi giacimenti di fosfati. Anche paesi poveri come quelli dell'Africa sud-sahariana possono tuttavia offrire opportunità commerciali, se gli aiuti OPEC, diretti in gran parte verso questi paesi, cresceranno in futuro.

### Il sistema italiano di assistenza delle esportazioni

La capacità di intervenire selettivamente e tempestivamente nei casi in cui l'assistenza ufficiale risulta decisiva per l'assegnazione di una commessa dipende dall'organizzazione delle agenzie pubbliche e parapubbliche preposte all'amministrazione di tale assistenza.

In Italia un notevolissimo passo verso la razionalizzazione del sistema ufficiale di assistenza finanziaria delle esportazioni è stata compiuta con la legge 227 del 1977, nota come "legge Ossola" (27). Essa da una parte ha contribuito a migliorare la struttura stessa del sistema agevolativo italiano, con la creazione della SACE e del CIPES, e dall'altra ha contribuito ad accrescere il grado di competitività connessa al sistema di assistenza finanziaria attraverso uno sveltimento dei tempi burocratici, l'eliminazione di diverse strozzature, l'ampliamento dell'estensione dei programmi.

Dal momento che sarebbe lungo e complesso addentrarci in una analisi che consenta di comprendere come e dove il sistema di assistenza italiano vada ulteriormente migliorato ci si limiterà qui ad una sua sommaria descrizione con un approfondimento più specifico del sistema di assistenza del finanziamento delle esportazioni con provvista in valuta. E' infatti in questo ultimo campo che l'Italia può valersi della sua figura di "garante" per attrarre risorse finanziarie estere da destinare al finanziamento del proprio commercio estero con i paesi emergenti, stimolando così il proprio flusso di esportazioni e contribuendo ad attivare quel meccanismo "virtuoso" a li

---

(27) - La "legge Ossola" è stata integrata e parzialmente modificata da un intervento legislativo e da alcuni decreti del Ministero del Tesoro; in ordine cronologico essi sono il D.M. del 22/XII/77, la legge 393 del 27/VII/78, il D.M. del VII/79.

vello internazionale di cui si è parlato nel capitolo precedente.

Il sistema di assistenza ufficiale delle esportazioni italiane nella struttura che è emersa dalla legge 227, viene coordinato da un comitato interministeriale il CIPES (Comitato interministeriale per la politica economica estera) costituito nell'ambito del CIPE, e composto dai Ministri del bilancio, degli affari esteri, del tesoro, dell'agricoltura, dell'industria e del commercio estero. Il compito di tale comitato dovrebbe essere quello di coordinare l'insieme delle relazioni economiche dell'Italia con l'estero ed esso dovrebbe rappresentare un primo anche se timido passo verso quella unità di impostazione in materia di politica commerciale presente ormai in ogni paese industrializzato e di cui il Giappone con il celebre MITI (Ministry of International Trade and Industry) fornisce il migliore esempio.

Le direttive del CIPES costituiscono quindi il quadro operativo entro il quale si muovono le tre agenzie più specificamente preposte all'assistenza delle esportazioni: l'Istituto per il Commercio con l'estero (ICE), la Sezione per l'Assicurazione dei Crediti all'Esportazione (SACE), ed il Mediocredito Centrale. La prima è soggetta alla vigilanza del Ministero del commercio estero mentre le seconde sono soggette alla vigilanza del Ministero del tesoro.

L'ICE in particolare è preposto alle attività promozionali (informazione, propaganda, fiere) mentre SACE e Mediocredito sono rispettivamente preposti all'assicurazione dei crediti ed alla concessione di crediti agevolati. Nel quadro della ristrutturazione operata dalla legge 227 si è ridotta l'enfasi sull'aspetto più strettamente promozionale privilegiando l'assistenza finanziaria nella convinzione che in questo campo si verifichi il confronto decisivo con i nostri concorrenti esteri; ne è derivato un maggior impegno finanziario ed organizzativo nei confronti del Mediocredito, con un ampliamento delle funzioni da esso esplicate ed un aumento dei fondi in dotazione, e nei confronti della SACE, che è stata dotata di personalità giuridica propria nonché di autonomia patri

moniale e di gestione.

Il programma ufficiale italiano rimane quindi caratterizzato come in passato da una separazione tra il momento assicurativo e quello finanziario anche se tra le due agenzie, SACÉ e Mediocredito, la 227 ha reso possibili quelle forme di coordinamento che erano necessaria per assicurare la funzionalità del sistema e superare la dissociazione pressoché completa esistente in precedenza tra i due enti. Sotto questo aspetto quindi l'Italia si differenzia da Stati Uniti, Regno Unito e Giappone che vedono concentrate in un'unica agenzia entrambe le competenze finanziarie ed assicurative.

In genere le differenze, spesso rilevanti tra i programmi nazionali di agevolazione e di assicurazione dei crediti all'esportazione, dipendono dalle diverse strutture dei sistemi creditizi nazionali e dalle particolari congiunture che hanno determinato la nascita di tali programmi. Vedremo in particolare come le comuni condizioni economiche che l'Italia e l'Inghilterra si sono trovate ad affrontare negli anni settanta abbiano avuto l'effetto di modellare in modo molto simile i programmi di finanziamento agevolato amministrati dall'ECCD e da Mediocredito, e come invece origini simili siano alla radice delle somiglianze tra la struttura del KfW tedesco e del Mediocredito.

Il Mediocredito. - Mediocredito, infatti, analogamente al KfW nasce come agenzia per la concessione di finanziamenti agevolati al mercato interno e solo nel corso degli anni settanta (vedi tabella 28) il finanziamento delle esportazioni assume il sopravvento sugli impieghi destinati al mercato interno e cioè nel caso del Mediocredito alle piccole e medie imprese. Se si considera poi il valore complessivo degli impieghi degli istituti di credito speciale, favoriti dalle agevolazioni di Mediocredito la quota relativa al finanziamento delle esportazioni sale nel 1977 al 70% del totale. La tabella 28 non è tuttavia in grado di indicare la reale dimensione del volume di crediti agevolati da Mediocredito, infatti quei dati si riferiscono unicamente ai rifinanziamenti che vengono

concessi a valere sul fondo di dotazione, mentre a fianco di essi vi è un consistente volume di crediti che godono di agevolazioni sotto forma di contributi agli interessi come si può ricavare dalla tabella 29.

TABELLA 28

IMPIEGHI DEL MEDIOCREDITO

(Consistenze fine anno in miliardi di lire)

	1971	1973	1975	1977	1978
Medie e piccole imprese	487	547	771	773	698
Esportazione*	169	432	602	649	745
Totale	657	980	1.372	1.422	1.444

Fonte: Relazione B.d.I.

\* Si tratta pressocchè esclusivamente di rifinanziamenti.

TABELLA 29

FINANZIAMENTI ALL'ESPORTAZIONE

(Consistenze di fine anno in miliardi di lire)

	1971	1973	1975	1977	1978
Rifinanziamenti	170	433	521	643	-
Stima del credito agevolato mediante contributi agli interessi (*)	336	442	695	1.144	-
Totale	506	875	1.216	1.787	2.020

Nota: (\*) Misura dell'intervento finanziario qualora si fosse ricorso al rifinanziamento.

Fonte: Mediocredito

I valori relativi ai contributi agli interessi non compaiono tra gli impieghi, nelle poste di bilancio di Mediocredito, in quanto sono costituiti da stanziamenti statali a fondo perduto che vanno ad alimentare un "Fondo contributi" di durata pluriennale la cui entità è stata stabilita con la legge finanziaria (143) del 1978 in 1250 miliardi di lire, 250 dei quali da destinare alla corresponsione di contributi in conto interessi sulle operazioni finanziate con provvista estera.

Dei due programmi (contributo agli interessi e rifinanziamento) il primo prevede la corresponsione di contributi nella misura che si rende necessaria per coprire la differenza tra il tasso di interesse minimo che l'esportatore deve praticare all'importatore estero per mantenersi concorrenziale, ed il costo della raccolta dei fondi sui mercati dei capitali, mentre il secondo prevede il risconto o l'anticipazione ad un tasso di favore di una quota del credito capitale concesso dall'operatore italiano al committente estero, fino ad una quota massima dell'85%. I due programmi possono anche essere impiegati congiuntamente purché la quota assistita non superi l'85% del credito complessivo in accordo con le norme del "consensus".

Non diverso nelle grandi linee dal programma italiano di crediti agevolati è il programma inglese. La somiglianza tra i due sistemi di agevolazione nasce dagli analoghi problemi che le economie dei due paesi si sono trovate ad affrontare negli anni '70 ed in particolare degli elevati valori del disavanzo pubblico che hanno costretto ad un risparmio sui mezzi da destinare al sostegno delle esportazioni. Come si è già visto, però, tale risparmio non va inteso come un minor costo dei programmi di agevolazione per la collettività, bensì come uno stanziamento di fondi pubblici minore di quanto verrebbe richiesto da un massiccio ricorso alla tecnica del credito diretto. "Le minori somme richieste dall'intervento tramite contributi agli interessi non significano un più basso costo che la collettività sostiene tramite il bilancio dello Stato per intervenire con il credito agevolato, ma soltanto il di-

verso impatto sul mercato dei capitali" (28). Si stima che i capitali necessari per offrire i contributi in conto interessi siano per Mediocredito pari ad un terzo di quelli necessari per offrire rifinanziamenti o crediti diretti su volumi analoghi di operazioni.

In prospettiva sembra tuttavia auspicabile che il Mediocredito possa valersi della propria capacità autonoma di approvvigionarsi di fondi sui mercati dei capitali. Tali fondi insieme con i contributi dello Stato potrebbero infatti accrescere le capacità operative di Mediocredito e contribuirebbero a trasformarlo da semplice erogatore di agevolazioni a reale intermediario finanziario.

Accanto ai fondi statali ed, in prospettiva, ai fondi reperiti sul mercato una terza fonte di risorse finanziarie per Mediocredito è data dal Fondo rotativo, costituito con la legge 227, per la concessione di "crediti finanziari destinati alla cooperazione economica e finanziaria in campo internazionale" e dotato attualmente di 103 miliardi di lire. Quando si consideri le dimensioni e l'importanza dei fondi concessi a titolo di cooperazione bilaterale da paesi come Giappone, Regno Unito, Francia, USA, il nostro fondo appare ben ristretto, ciononostante esso indica l'introduzione nel nostro ordinamento di uno strumento finanziario che altrove costituisce un importante mezzo di penetrazione commerciale (si pensi ad esempio ai "credit mixte").

Ci siamo limitati fin qui a considerare alcuni dati relativi all'entità dell'intervento di Mediocredito in materia di crediti agevolati all'esportazione, va però osservato come la capacità di stimolo di tale agevolazione risieda oltre che nel volume anche nelle modalità con cui il sistema bancario sa servirsene.

In Italia, ad esempio, data la struttura del sistema banca

---

(28) Mediocredito Centrale, Rapporto annuale, 1979, pag. 36.

rio, in passato hanno goduto delle agevolazioni ufficiali solo gli istituti di credito speciale, gli unici abilitati ad operazioni di medio-lungo periodo. Ciò ha portato ad un monopolio del finanziamento agevolato del commercio con l'estero da parte di questi istituti ed in particolare di Mediobanca e dell'IMI seguiti a distanza da Efibanca ed ICIPU. La legge 227 ha però apportato notevoli modifiche a questo stato di cose ampliando il numero degli operatori che sono ammessi a godere delle agevolazioni con l'inclusione delle banche di credito ordinario italiane e delle banche estere (anche se limitatamente ai finanziamenti con provvista in valuta) (29). La introduzione di "elementi di competitività" in questo settore ha così probabilmente avviato un processo di assistenza finanziaria delle esportazioni assai più capillare che in passato.

Una configurazione più concorrenziale del sistema bancario, in materia di finanziamento del commercio può contribuire più efficaci risultati della struttura agevolativa se a parità di agevolazione essa consente di convogliare nuovi mezzi finanziari a sostegno delle esportazioni o anche se, come effetto della maggiore concorrenzialità, si verifica una maggiore assistenza finanziaria agli esportatori. Gli effetti di stimolo dell'export derivanti da un più organico collegamento delle esportazioni italiane con l'assistenza finanziaria non vanno infatti sottovalutati anche se non è possibile giungere ad una loro quantificazione precisa.

La Sace. - Il programma di assicurazione dei crediti all'esportazione, a differenza del finanziamento agevolato, non comporta oneri per il bilancio pubblico se si prescinde dal caso in cui l'agenzia ufficiale (in Italia la Sace) si trovi a non

---

(29) Di particolare importanza per il finanziamento in valuta, da parte di aziende di credito ordinario di operazioni di durata superiore ai 18 mesi sono le norme contenute nel D.M. del VII/1979.

poter far fronte ai propri impegni. In altri termini una prudente amministrazione dovrebbe portare ad una gestione economica dell'attività di copertura assicurativa dei crediti all'esportazione. Questo è un motivo dell'assai maggiore estensione dei programmi assicurativi rispetto a quelli semplicemente agevolativi.

Una indicazione, per quanto rozza, di questo fatto può essere ricavata dal confronto del rapporto tra nuovi finanziamenti concessi ed esportazioni complessive ed il rapporto tra nuove garanzie concesse ed esportazioni complessive: tali valori erano per il 1978 pari, per l'Italia, rispettivamente al 5% ed al 14%.

L'importanza dei programmi di assicurazione può essere constatato dalla dimensione che essi hanno assunto in alcuni dei maggiori paesi industrializzati; nel 1978, ad esempio, essi coprivano circa il 40% delle esportazioni di Giappone, Francia e Regno Unito. Valori minori, intorno al 10%, sono riscontrabili invece per Germania, Belgio ed Olanda. Il flusso di nuove garanzie era inoltre nel 1978 pari a 32.600 miliardi di lire per il Giappone, 26.700 per il Regno Unito, 24.500 per la Francia, 11.800 per la Germania e di 6.500 per l'Italia.

La rilevanza dello stimolo che i programmi di assicurazione possono avere sui flussi commerciali, riducendo il rischio connesso ai pagamenti dilazionati, ha indotto tutti i paesi nel corso degli anni settanta ad aumentare costantemente i propri plafonds assicurativi, cioè il volume di impegni assicurativi che lo Stato accetta di garantire. In Italia tale plafond era di 700 miliardi nel 1975, di 2.500 nel 1976, di 3.500 nel 1979, e risulta aumentato a 5.500 miliardi nel Bilancio previsionale per il 1980; la legge 227 ha inoltre predisposto un fondo retativo del valore di 5.000 miliardi, da destinare a copertura delle garanzie assicurative a breve termine (inferiori a 24 mesi) che porta il plafond complessivo a 10.500 miliardi di lire.

L'adeguamento alle tendenze presenti a livello internazionale in materia di assicurazione dei crediti all'esporta-

zione, non si limita tuttavia a variazioni del plafond, esso al contrario ha investito la stessa struttura assicurativa dell'agenzia governativa preposta alla concessione delle polizze assicurative.

Attualmente la Sace è, come si è visto, una agenzia autonoma posta sotto la vigilanza del Ministero del Tesoro; essa è diretta da un Comitato di gestione composto da funzionari dell'INA, del Mediocredito, del ministero del Tesoro, degli Esteri, dell'Industria, e del Commercio con l'estero che determina con l'approvazione del Tesoro, l'entità dei premi, le quote di scoperto obbligatorio la condizione per il riconoscimento del sinistro, le condizioni di ammissibilità alla garanzia, i termini costitutivi del sinistro e delibera inoltre le assunzioni di garanzie e le liquidazioni di indennizzo.

Per quanto sia più piccola delle proprie consorelle straniere la Sace non ha un raggio di azione più ristretto. Essa infatti copre un numero di operazioni assai esteso comprendente i crediti a breve termine a titolo commerciale o di aiuto, concessi da banche italiane ed estere per finanziare a) l'esportazione di merci e servizi italiani; b) gli "investimenti diretti all'estero costituiti da apporti di capitali destinati all'approvvigionamento di materie prime o diretti a consentire l'acquisizione di contratti di fornitura di beni e servizi" (art. 15 legge 227); c) i depositi di merci costituiti all'estero; d) le partecipazioni a fiere; e) i programmi di penetrazione commerciale; f) le prestazioni di fidejussioni e cauzioni richiesti dall'acquirente estero a garanzia della buona esecuzione dei lavori (in inglese "performance bond").

Sui crediti legati a questo insieme di operazioni la Sace concede l'assicurazione dei rischi commerciali (insolvenza, fallimento) e politici (moratoria, difficoltà di trasferimenti valutari, rivoluzione, nazionalizzazione, insolvenza quando il contraente sia uno stato, un ente pubblico, una banca centrale).

E' inoltre operante la copertura dei rischi di cambio.

per i contratti stipulati in valuta estera. Essa consente all'operatore italiano di assicurarsi contro il rischio di una perdita derivante da un apprezzamento della lira rispetto alla valuta in cui è stipulato il contratto.

Semplicemente prevista dalla 227, ma non ancora operativa è invece la garanzia contro il rischio di aumento dei costi di produzione. Accade infatti che talvolta la fase di approntamento della commessa sia piuttosto lunga, ed a fronte di un contratto a "prezzo fisso" i costi di produzione crescano; in tal caso la Sace si accollerebbe una percentuale delle perdite che dovessero derivarne. Tuttavia questo programma, tende ad essere ridimensionato dove è già in funzione come in Francia ed Inghilterra (30) ed è comunque di difficile attuazione per i costi che comporta. Analogamente, previsto dalla 227 ma non ancora in funzione è il programma assicurativo sugli stanziamenti per programmi di penetrazione commerciale, che non potrà prendere il via fintantochè non diverrà operativa la normativa riguardante le società di revisione contabile che devono certificare i costi sostenuti dalle aziende.

A differenza di altre agenzie estere (31) la Sace ha sempre assicurato con prevalenza transazioni con dilazioni di pagamento a medio lungo periodo, e solo recentemente, con la 227, è stato introdotto un plafond rotativo per l'assicurazione delle operazioni a breve termine. Una significativa indicazione del contributo fornito dalla Sace all'esportazione di beni a dilazioni di pagamento medio-lunghe è data dalla quota di esportazioni a pagamento posticipato assistite dalla Sace a valere sul plafond annuale.

Secondo dati della Banca d'Italia nel biennio 1976/77

---

(30) - Financial Times 1/XI/1979.

(31) - L'80% dei crediti assicurati dall'ECGD nell'anno fiscale 1976/77 era di durata inferiore a 180 giorni.

i pagamenti posticipati hanno rappresentato i quattro quinti del complesso dei regolamenti valutari relativi alle esportazioni italiane di merci; nell'ambito dei pagamenti differiti, circa l'80% si sarebbe riferito a dilazioni di durata non superiore ai 4 mesi, il 10% a dilazioni comprese tra i 4 ed i 24 mesi ed un ulteriore 10% a dilazioni di maggiore durata. Se applichiamo queste percentuali agli introiti valutari delle esportazioni di merci realizzate nel 1978 (circa 45.000 miliardi di lire) i regolamenti valutari posticipati i sarebbero aggirati sui 36.000 miliardi di lire di cui 31.000 a breve termine.

Ponendo a confronto le imputazioni sul plafond annuale con le dilazioni superiori al breve termine si ha quindi una incidenza pari al 70%, mentre l'incidenza del plafond rotativo sulle dilazioni a breve termine è limitata al 4%.

#### Il finanziamento in valuta del commercio italiano

Come accennato in precedenza, il programma italiano di finanziamento agevolato delle esportazioni è assai simile a quello inglese; tale somiglianza diviene poi pressoché completa se si considerano i programmi relativi all'erogazione dei contributi sui finanziamenti effettuati con provvista in valuta estera. Analoghe sono d'altra parte le motivazioni che hanno portato alla introduzione del finanziamento in valuta soggette ad agevolazione nel numero delle operazioni. Tra questi motivi i principali sembrano essere l'obiettivo di una riduzione dei costi del programma di agevolazione nonché considerazioni di bilancia dei pagamenti. Il costo della raccolta sui mercati internazionali dei capitali è infatti generalmente inferiore a quello della raccolta sui mercati interni consentendo così il versamento di contributi di minore entità, inoltre i finanziamenti in valuta non configurano quell'uscita di capitali che si ha con la concessione di crediti all'esportazione in moneta interna, e ciò consente nel caso inglese ed italiano di non aggravare il saldo di bilancia dei pagamenti e di evitare effetti destabilizzanti sul tasso di credito.

Vediamo più in particolare alcune delle norme che regolano, a partire dall'inizio del 1977, i programmi di agevolazione dell'ECGD in materia di crediti con provvista in valuta.

- 1) Solo il credito in sterline gode della possibilità di rifinanziamento purché di durata superiore ai sei anni (esso gode del contributo in conto interessi se di durata superiore ai quattro anni e della sola garanzia assicurativa se inferiore ai due anni).
- 2) Vi è l'obbligo del finanziamento in valuta di tutti i "crediti finanziari" (buyer's credits) di valore superiore ai 5 milioni di sterline (10 miliardi di lire circa). Per i "crediti fornitore" (supplier's credits) il ricorso al finanziamento in valuta è facoltativo.
- 3) Ai finanziamenti in valuta possono essere concessi contributi in conto interessi ma non rifinanziamenti.
- 4) A fronte di finanziamenti a tasso fisso è previsto il versamento di contributi dell'ECGD tali da coprire il costo variabile del denaro indicato dal LIBOR, più un margine di commissione soggetto a determinazione caso per caso (a ottobre 1977 tale margine era di 1,1/8%).
- 5) Il contributo che viene corrisposto sui tassi di interesse è di minore entità per i finanziamenti in sterlina. Infatti per questi ultimi la copertura è prevista fino ad un determinato valore consistentemente superiore al LIBOR.
- 6) L'ECGD si assume il ruolo di "prestatore di ultima istanza" per quei crediti in valuta diretti a sostenere il finanziamento di progetti di grandi dimensioni che possono essere soggetti a dilazioni di pagamento di 10-12 anni a fronte di una durata media degli eurocrediti che si aggira intorno ai 7 anni. Qualora l'Eurobanca che ha finanziato i primi 7 anni, avvalendosi della tecnica del "resolving credit", non intenda rinnovare il prestito per il numero restante di anni, ad essa subentra l'ECGD.

Le differenze con l'ordinamento italiano, come è emerso dalla legge 227 e successive modifiche, si riducono in pratica a due. In primo luogo nel caso italiano non sono previsti casi di obbligo nel ricorso al finanziamento in valuta, che dovrebbe presentarsi vantaggioso di per sé all'operatore. In secondo luogo il Mediocredito non assume come l'ECGD la veste di "prestatore di ultima istanza" sulle scadenze più lontane del prestito al fine di consentire una maggiore durata dei crediti all'esportazione.

I casi in cui si concreta l'intervento di Mediocredito a favore dei finanziamenti con provvista in valuta sono riconducibili a quattro a seconda che il contributo venga concesso all'operatore nazionale, all'acquirente estero, all'istituto ed azienda di credito italiana, all'istituto e banca esteri. Il primo caso corrisponde allo smobilizzo di titoli sull'estero da parte dell'operatore nazionale. In una fornitura di beni e servizi, o di studi o lavori, con pagamento dilazionato a medio e lungo termine, l'esportatore italiano riceverà dal suo cliente dei titoli di credito.

Lo smobilizzo sull'estero di questi titoli farà scattare l'intervento del Mediocredito il cui contributo agli interessi sarà graduato in modo tale da coprire la differenza tra il costo dell'operazione di smobilizzo ed il tasso di interesse prevalente sul mercato.

Il secondo caso si ha quando il contributo agli interessi viene corrisposto direttamente all'acquirente estero di beni e servizi italiani, o al committente estero di studi, progettazioni e lavori da eseguirsi da parte di un'impresa di nazionalità italiana. In questo caso ci troviamo di fronte ad un'operazione triangolare, in cui l'acquirente o il committente estero ottengono un finanziamento da un istituto di credito di un paese terzo e con il netto ricavo <sup>no</sup> paga in contanti l'operatore italiano che ha fornito la merce o il servizio, oppure ha eseguito lo studio o i lavori.

Il terzo caso è dato dal contributo concesso per quei finanziamenti in valuta, di durata superiore a 18 mesi, che le

banche di credito ordinario siano autorizzate ad effettuare nei confronti di esportatori nazionali a fronte di esportazione di merci, prestazioni di servizi, studi e progettazioni, e secuzione di lavori all'estero, locazioni finanziarie di macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto e programmi di penetrazione commerciale.

Il quarto ed ultimo caso configura nuovamente un'operazione triangolare; il contributo però questa volta è direttamente fornito all'intermediario finanziario estero. Se, come prima accennato, la caratteristica comune del contributo agli interessi sui finanziamenti esteri è di rendere disponibili risorse estere a finalità interne, i quattro casi raggiungono però obiettivi diversificati tra loro. In particolare rendere possibile il risconto degli effetti in valuta sui mercati internazionali determina una molto maggiore liquidità degli attivi sull'estero, consentendo una loro mobilitazione in situazioni in cui vi sia carenza di riserve valutarie. Si pensi alle attività finanziarie, dell'ordine di centinaia di milioni di dollari che l'Italia aveva nei confronti dei paesi dell'Est nell'inverno del 1976 quando l'esiguità delle riserve valutarie dava buon gioco alla speculazione al ribasso sulla lira (32). Per quanto riguarda le operazioni triangolari, quelle cioè in cui un terzo paese estraneo alla transazione reale interviene nell'operazione con il ruolo di finanziatore, si tratta di operazioni completamente nuove per il sistema italiano, ma note con qualche variante al sistema americano. L'Eximbank americana infatti effettua frequentemente finanziamenti congiunti a banche estere alle quali rilascia una garan

---

(32) I paesi dell'Est vedono tuttavia con una certa apprensione il dilagare della loro carta commerciale nei mercati secondari occidentali, ed anzi pongono la clausola che il risconto avvenga in via prioritaria presso la banca di Stato. Analogo discorso vale per l'Algeria. Esistono però alcune "Trading house" di Londra che scontano tali effetti con scritture private.

zia finanziaria (Financial Guarantees Program) o meno (Cooperative Financing Facility). Nella fattispecie prevista dalla legge italiana si prendono in considerazione, oltre all'aspetto assicurativo anche quello finanziario infatti se il costo del finanziamento estero risulta troppo elevato e tale da scoraggiare l'acquirente della fornitura italiana a pagare in contanti, il Mediocredito può intervenire con la corresponsione di un contributo agli interessi direttamente all'acquirente estero. La concessione di contributi alle banche di credito ordinario prevista dal terzo caso, come si è visto, introduce una considerevole innovazione nel sistema bancario italiano consentendo a tali banche di effettuare il finanziamento agevolato a medio termine delle esportazioni con l'obiettivo di convogliare ulteriori mezzi finanziari a sostegno delle esportazioni.

Cercando di valutare in un'ottica nazionale il significato complessivo del finanziamento in valuta delle esportazioni, ci si può rifare a considerazioni di costo o a considerazioni di equilibrio congiunturale.

In base alle prime, il finanziamento in valuta risulterebbe conveniente perché più economico e richiede quindi un minore contributo agevolativo; la recente evoluzione dei tassi sui mercati nazionali sembra, però, almeno per il presente, avere annullato questo ordine di considerazioni, come si può vedere dalla tabella 30.

In base a considerazioni di carattere congiunturale il finanziamento in valuta delle esportazioni presenta sempre motivo di interesse, anche nel caso in cui le considerazioni di costo vengano meno.

Infatti nel caso italiano la precarietà dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti rende opportuna una uscita di capitali estremamente ridotta per evitare effetti destabilizzanti sul tasso di cambio. In questo contesto il ricorso a finanziamenti esteri, ed in particolare ad operazioni "estero su estero" o "triangolari" risulta quindi particolarmente interessante in quanto evita il deflusso di capitali implicito

TABELLA 30

CONTRIBUTO SUI FINANZIAMENTI IN LIRE E IN DOLLARI  
(in %)

	Gennaio 1978	Luglio 1978	Dicembre 1978	Settembre 1979
Contributo in lire (1)	6.25	6.0	5.75	5.8
Contributo in dollari (2)	0.3	1.5	4.7	5.7

- 
- 1) Tasso di riferimento - tasso minimo per i finanziamenti in lire superiori a 5 anni.
  - 2) Tasso sull'eurodollaro a tre mesi + 0.5 di spread - tasso minimo "consensus" per crediti superiori a 5 anni.

nella concessione dei crediti all'esportazione.

Vi sono, infine, considerazioni che definiremo "di struttura". Se infatti la logica del ricorso ai mercati internazionali dei capitali per far fronte con fondi esteri ad esigenze interne, continuerà ad essere una costante della nostra politica economica come appare probabile, il finanziamento delle esportazioni emerge come l'impiego che "per eccellenza" va finanziato in valuta. Esso infatti non genera debito ed è liquidato semplicemente dal flusso di esportazioni.

Non considereremo qui in che misura le ragioni di politica monetaria indichino opportuno il ricorso ai mercati esteri piuttosto che al mercato interno del credito per il finanziamento delle esportazioni. Ciò che interessa individuare è come rendere quei capitali che siano di provenienza estera più aderenti possibile alle esigenze del commercio estero italiano.

In questo senso lo spunto più interessante sembra essere costituito dalla tecnica adottata dall'ECGD di rifinanziare unicamente le scadenze più lontane dei crediti. L'agenzia inglese come si è visto, a motivo della limitazione dei fondi disponibili per il rifinanziamento, privilegia i crediti a lungo termine; essa infatti rifinanzia solo i crediti in sterline superiori a 6 anni, mentre per i finanziamenti in valuta si offre di subentrare nel "revolving credit" in qualità di finanziatore qualora per le scadenze più lontane la banca privata si voglia disimpegnare. Criteri analoghi segue l'Eximbank of US.

Se ciò vale ad allungare la durata dei crediti alle esportazioni e ciò si traduce in un vantaggio competitivo per le esportazioni a maggiori dilazioni di pagamento, si rivelerebbe utile seguire anche da noi l'esempio inglese od americano. Si ha in questo caso il tipico esempio di una situazione in cui l'intervento ufficiale di uno stato nazionale porta un contributo al problema dell' "intermediazione delle scadenze".

### CONCLUSIONE

Sembra potersi concludere che una attenta politica nella concessione di crediti agevolati all'esportazione e nella concessione di garanzie assicurative su tali crediti, può considerevolmente migliorare la qualità dei servizi finanziari che vengono forniti congiuntamente alle esportazioni; può cioè migliorare le caratteristiche delle dilazioni di pagamento concesse.

La crescente sofisticazione dei servizi finanziari è sempre più uno strumento con cui si combatte la battaglia per la conquista di nuovi mercati. Una attenta ripartizione geografica della esposizione finanziaria ed assicurativa di Sace e Mediocredito, nonché un concentramento dei rifinanziamenti sulle scadenze più lontane dei crediti concessi, sembrerebbe accrescere la "qualità" dei crediti alle esportazioni italiani, accrescendone la competitività.

Nel corso del lavoro abbiamo sempre calcolato l'accento su una competitività non "di prezzo", nella convinzione che la competitività "di prezzo" pur molto importante, sia facilmente modificabile dallo spostamento di variabili quali il tasso di cambio o il tasso di inflazione.

Sembra, al contrario, che la competitività data dalla prestazione di servizi più sofisticati sia assai meno volatile. Dal momento, però, che essa può essere conseguita solo in tempi lunghi e ciò richiede un impegno di lunga durata, è importante che le autorità ufficiali assecondino questo sforzo.

Il maggior interesse ai mercati esteri che gli operatori finanziari medi e piccoli hanno manifestato con l'estensione dei contributi di Mediocredito e della assicurazione Sace sui finanziamenti in valuta delle banche di credito ordinario è un incoraggiante segnale in questa direzione. I possibili sviluppi di questa tendenza potrebbero essere individuati nella costituzione di organismi specializzati nel finanziamento delle esportazioni, formati da consorzi bancari, sull'esempio della Private Export Finance Corporation (PEFCO) americano o della Ausfuhr Credit Gesellschaft (AKA) tedesco.

Nel quadro di una politica interessata ad utilizzare il risparmio estero, la crescita della presenza sui mercati internazionali dei capitali delle istituzioni private ed ufficiali legate al finanziamento del commercio italiano, presenta, come si è visto, aspetti particolarmente positivi. Essa infatti ha conseguenze positive non solo sul saldo corrente ma anche sul conto capitale; inoltre, accrescendo quella rete di relazioni tra operatori nazionali e mercati finanziari esteri che è condizione necessaria per una maggiore fiducia reciproca, rende possibile per il futuro un più agevole ricorso ai mercati dei capitali esteri.

A ciò si aggiunge che sembra auspicabile la crescita del ruolo dei Mediocredito da semplice erogatore di contributi a reale intermediario finanziario, crescita che si avrebbe qualora esso esercitasse con emissioni obbligazionarie una auto-

ma attività di approvvigionamento sui mercati dei capitali. Ciò infatti consentirebbe di convogliare verso il finanziamento agevolato una quota crescente di fondi.

Una manovra di questo genere potrebbe essere inoltre inserita nel più complesso meccanismo di riciclaggio dei surplus OPEC, in atto a livello mondiale. L'Italia finora ha giocato un ruolo estremamente marginale in questo processo in quanto sprovvista di un reale mercato finanziario e quindi incapace di offrire un vasto assortimento di strumenti di investimento quale ad esempio è possibile trovare sui mercati americano, tedesco e inglese.

L'offerta sui mercati internazionali di strumenti di investimento destinati ad alimentare il commercio italiano potrebbe quindi essere visto come primo passo verso un ruolo più attivo in tale processo.

Ciò è auspicabile, non solo sotto il profilo finanziario ma anche sotto quello più direttamente commerciale dal momento che se si verificasse una più stretta collaborazione con le istituzioni finanziarie dei paesi in surplus (OPEC) potrebbe aprirsi la strada ad operazioni di co-finanziamento con gli organismi di aiuto allo sviluppo di questi paesi, la cui importanza come si è visto tende a crescere.



iai ISTITUTO AFFARI  
INTERNAZIONALI - ROMA

---

n° Inv. 5875

---

BIBLIOTECA