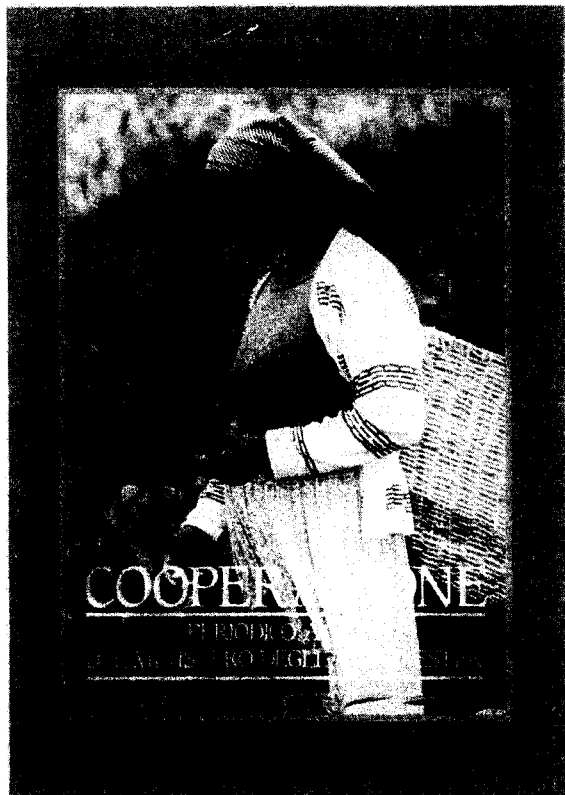

COOPERAZIONE

PERIODICO A CURA
DEL MINISTERO DEGLI AFFARI ESTERI



La più famosa pubblicazione della Banca mondiale, il *Rapporto sullo sviluppo nel mondo*, è giunta ormai alla sua nona edizione. L'argomento principale di questo ponderoso studio, nell'anno del lancio dei nuovi negoziati Gatt (General Agreement on Tariffs and Trade) è dedicato alle politiche perseguite in tutti i paesi del mondo dai responsabili del settore agricolo, negli scambi commerciali e nella fissazione dei prezzi dei prodotti e materie prime agroalimentari. Le sue notevoli implicazioni per le scelte inerenti la politica di cooperazione non potevano non avere grande eco sulla nostra rivista, sempre attenta a registrare i più importanti avvenimenti del dibattito internazionale sullo sviluppo.

Il *Rapporto* della Banca mondiale rappresenta la massima espressione dell'evoluzione teorica esistente nel campo dello studio dello sviluppo socioeconomico mondiale. Ma è anche un irrinunciabile punto di riferimento per chiunque si occupi di problemi inerenti il Terzo mondo, la cooperazione internazionale e la coesistenza pacifica sulla terra. Purtroppo, in Italia, la sua diffusione è ancora limitata ed è anche per sopperire a questa lacuna che «Cooperazione» ha voluto dedicare il dossier del presente numero all'analisi condotta dalla Banca mondiale nel suo *Rapporto 1986*. Alcune delle tesi propugnate dal *Rapporto* possono anche non essere condivise da tutti (e infatti alcuni articoli contenuti nel dossier si esprimono in maniera critica nei confronti di queste tesi); riteniamo tuttavia che, per l'alta professionalità e precisione con le quali ogni anno gli esperti della Banca mondiale redigono il *Rapporto*, esso rappresenti il più autorevole sforzo di sintesi di tutti i problemi concreti dello sviluppo nel mondo.

N° 62

Nuova serie

Anno XI - settembre/ottobre 1986

SOMMARIO

Cronache

- 7 Giulio Andreotti
Onu, un ruolo da rafforzare
Intervento del Ministro degli Esteri alla 41^a Assemblea generale delle Nazioni Unite (New York, 24 settembre 1986)
- Una giornata per l'Africa
-
- 11 Alice Perlini
Keita salvata dalle sabbie
Alice Perlini, agronoma, è stata responsabile della conduzione tecnica del programma Sahel del Dipartimento per la cooperazione allo sviluppo
- È permessa la speranza
-
- 19 Paolo Brogi
Colombia: un programma per gli handicappati
- Farmaci: cooperazione per l'autosufficienza
-
- 23 Paolo Cremonesi
Quadri per la pubblica amministrazione
- Una riflessione sul ruolo delle università
 - «Governare il megatrend»

Dossier/Il rapporto sullo sviluppo nel mondo
a cura di Roberto Maurizio e Roberto Vanore

- 29 Paolo Leon
Priorità nazionali e internazionali
Paolo Leon è amministratore delegato del Centro di ricerche e studi sui problemi del lavoro, dell'economia e dello sviluppo (Cles) e Professore ordinario di economia urbana e regionale presso la Facoltà di Architettura, Università degli Studi di Roma «La Sapienza»
-
- 33 Stefano Wallner
Per un'agricoltura più imprenditoriale
Stefano Wallner è Presidente della Confederazione generale dell'agricoltura italiana
-
- 35 Roberto Vanore
Banca mondiale. Nove rapporti a confronto
Roberto Vanore è Vicesegretario generale della Society for International Development (Sid)
- Il Rapporto annuale 1986
-
- 39 Gaetano La Pira
Libero scambio e crescita economica
Gaetano La Pira è Capo del servizio esteri del settimanale «Mondo economico»
-
- 43 Giuseppe Pennisi
Tecnologia, ambiente e produttività
Giuseppe Pennisi è dirigente generale del Ministero del Bilancio e della programmazione economica, docente alla Johns Hopkins University e membro del Comitato tecnico-scientifico del Fondo aiuti italiani (Fai)
-
- 45 Roberto Maurizio
Gli indicatori dello sviluppo
- Uno studio della Fao sul sottosviluppo in Africa
-
- 53 Gioacchino Carabba
L'Italia privilegia il settore agricolo
Gioacchino Carabba, agronomo, è esperto responsabile per il settore agricolo presso l'Ufficio consulenza e coordinamento tecnico, strutturazione e gestione programmi del Dipartimento per la cooperazione allo sviluppo (Ufficio VIII)
- Breve cronistoria dell'Istituto agronomico per l'oltremare
-
- 59 Rosina Salerno
Cgiar: ricerca e risorse umane
Rosina Salerno, economista, è esperta presso l'Ufficio cooperazione allo sviluppo effettuata in sede multilaterale del Dipartimento per la cooperazione allo sviluppo (Ufficio II)



63 Notiziario

La cooperazione degli altri

65 Alessandro Di Franco
Il Portogallo guarda al futuro

Alessandro Di Franco è Primo segretario commerciale presso l'Ambasciata d'Italia a Lisbona

68 Letture

Saggi e documenti

69 Pietro Masci
La politica finanziaria della Banca mondiale

Pietro Masci è Assistente del Consigliere di amministrazione italiano della Banca mondiale

La foto di copertina e le foto delle pagg. 31, 38 e 52 sono di Giuseppe Moneta.

I disegni delle pagg. 4-5 e della pag. 68 sono tratti da: Geoffrey Williams, African Designs From Traditional Sources, Dover Publications, Inc., N.W. 1973.

La foto di pag. 6 è dell'Ansa.

Le foto delle pag. 9, 28-29, 42 e 57 sono di Roberto Faidutti.

Le foto delle pagg. 18 e 20 sono di Alberto Clementi.

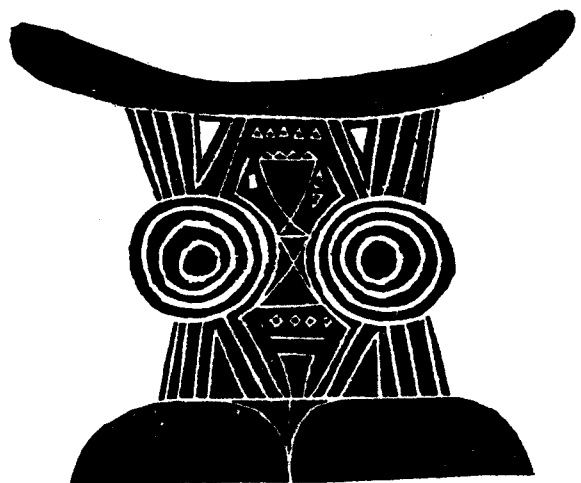
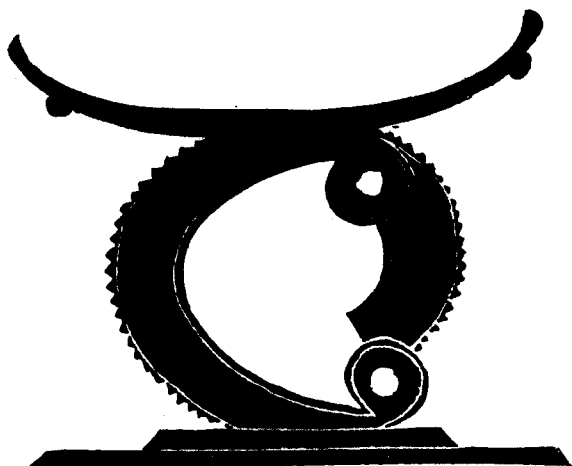
La foto di pag. 22-23 è di Giuseppe Di Piazza.

La foto di pag. 25 è di Celestino Soddu.

Le foto delle pagg. 32 e 58 sono della Fao.

La foto di pag. 64 è tratta dalla pubblicazione di Africa '70, Sahel, la frontiera della siccità, Clesav, 1976.

62



LA POLITICA FINANZIARIA DELLA BANCA MONDIALE

di Pietro Masci

Il saggio che proponiamo all'attenzione dei lettori riguarda la politica finanziaria operata dalla Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo (Birs), impropriamente ma comunemente chiamata Banca mondiale. Infatti, per Banca mondiale si intende il complesso di istituzioni composto dalla Birs, dall'Ida (Associazione internazionale per lo sviluppo) e dalla Sfi (Società finanziaria internazionale). Il tema trattato si incentra su due aspetti fondamentali della politica finanziaria della Banca mondiale nei prossimi anni: la struttura del capitale e la raccolta sui mercati finanziari.

La struttura del capitale e la politica del reddito

Il punto centrale della politica finanziaria della Banca è la struttura del capitale. Direttamente connessa alla struttura del capitale è la politica del reddito e della liquidità. Il capitale della Banca è composto da capitale sottoscritto e riserve, queste ultime derivanti dall'accumulazione del reddito (*net accumulated earnings*). Il capitale sottoscritto è diviso in due parti: il capitale versato (*paid-in capital*) e il capitale a chiamata (*callable capital*).

Il capitale versato è quella parte del capitale sottoscritto versato alla Banca dagli azionisti, utilizzabile per operazioni. Tale quota rappresenta circa il 10% del capitale sottoscritto ed è versato dai vari paesi membri in oro o in dollari Usa (10%) e in valuta nazionale (90%).

Il capitale a chiamata costituisce la rimanente quota del 90% del capitale sottoscritto. Il capitale a chiamata non è a disposizione della Banca, ma rappresenta un'obbligazione dei paesi membri azionisti e non può essere usato per operazioni. Gli articoli dell'Accordo internazionale che ha istituito la Banca indicano che il *callable capital* può essere richiamato, in tutto o in parte, nel caso in cui la Banca non sia in grado di far fronte alle sue obbligazioni con le esistenti attività. In questo caso i paesi membri sono tenuti a mettere a disposizione della Banca l'importo richiesto.

Importante caratteristica strutturale della Banca è il cosiddetto «*gearing ratio 1:1*». Tale rapporto significa che i prestiti erogati e in essere della banca non possono eccedere a ogni momento l'ammontare del capitale sottoscritto e delle riserve (1). Attraverso il *gearing ratio* i prestiti della Banca sono limitati dal capitale ed ogni loro

espansione presuppone un accordo dei paesi membri ad aumentare il capitale della Banca. Per altre istituzioni bancarie americane questo *ratio* è pari a circa 10-15 e si può pertanto vedere quanto regolata, disciplinata e prudente sia l'attività di prestito della Banca rispetto a quella delle banche commerciali. Questo significa anche che, mentre le operazioni di prestito sono sottoposte a vincolo, le operazioni di raccolta non incontrano alcun limite statutario.

Direttamente collegato al *gearing ratio 1:1* è il concetto del cosiddetto *sustainable level of lending* (Sll). Il Sll è quel livello di prestito che in ogni momento la Banca può sostenere in modo tale che non venga raggiunto in nessun momento futuro il rapporto di 1:1. La Banca, sulla base di determinate ipotesi, programma un livello di impegni annuali, a cui corrispondono erogazioni dei prestiti, in modo tale che nel futuro il rapporto tra i prestiti complessivi e il capitale non sia mai superiore a 1.

Al numeratore del rapporto, il capitale è espresso in dollari, valutato al più basso tasso di cambio tra dollaro Usa e diritto speciale di prelievo (Dsp), tra quello prevalente alla data del giugno 1973 (1 Dsp = dollari Usa 1,20635) e quello corrente (2). Il denominatore è rappresentato dai prestiti erogati in essere.

I fattori che influenzano il rapporto tra prestiti e capitale sono: a) il tasso di cambio, b) il reddito dalla Banca, c) le erogazioni dei prestiti e i termini di ripagamento.

Il tasso di cambio influenza il rapporto a seconda della composizione per valuta dei prestiti in essere, ad esempio, la Banca, negli ultimi anni, ha aumentato la quota delle erogazioni dei prestiti in moneta a basso tasso d'interesse (franco svizzero, marco tedesco, yen giapponese, fiorino

olandese) la cui quota è superiore al 50% di prestiti effettuati. Ciò comporta, nella fase attuale, il declino del dollaro e un aumento del denominatore del rapporto.

Il reddito (*net income*) prodotto dalla Banca annualmente fa aumentare il numeratore e conseguentemente permette di accrescere i prestiti della Banca ai paesi in via di sviluppo.

La composizione del programma di prestito della Banca, particolarmente per quanto riguarda l'andamento delle erogazioni e i termini di rimborso, influenza il denominatore del rapporto. Maggiori sono i prestiti di aggiustamento strutturale a rapida erogazione, maggiori sono le erogazioni effettuate dalla Banca. A parità di condizioni, ciò fa aumentare il denominatore.

La più importante garanzia per le obbligazioni della Banca è fornita dal capitale a chiamata e dalla circostanza che la Banca è sostenuta da 150 paesi. La percezione dei mercati finanziari è direttamente connessa al rapporto tra il capitale a chiamata e le obbligazioni complessive della Banca derivanti dai prestiti assunti (figura 1).

I mercati internazionali considerano come protezione e garanzia, non tutto il capitale della Banca, ma solo quella parte a chiamata sottoscritta dai paesi industrializzati. Infatti, nel caso di una crisi finanziaria, se la Banca non è in grado con le sue attività (prestiti ai paesi in via di sviluppo) di onorare le sue obbligazioni, i paesi in via di sviluppo sono in una tale crisi finanziaria che non sono in grado di ripagare i prestiti alla Banca e conseguentemente di poter far fronte alla chiamata della Banca per quanto riguarda il capitale (3).

Un'analisi più attenta del rapporto tra il capitale e altri diversi tipi di attività della Banca (al numeratore) e le obbligazioni

SAGGI E DOCUMENTI

Figura 1
Rapporti capitale, attività e debito 1980-1986

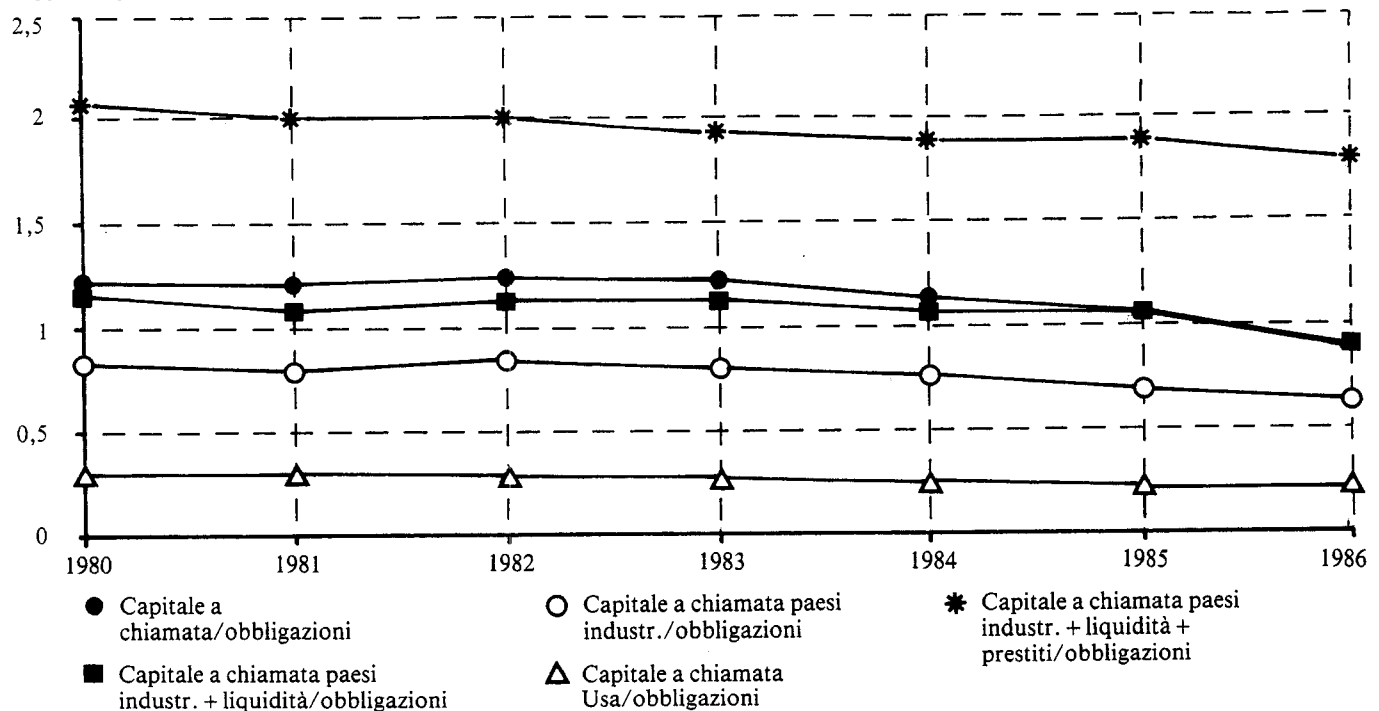
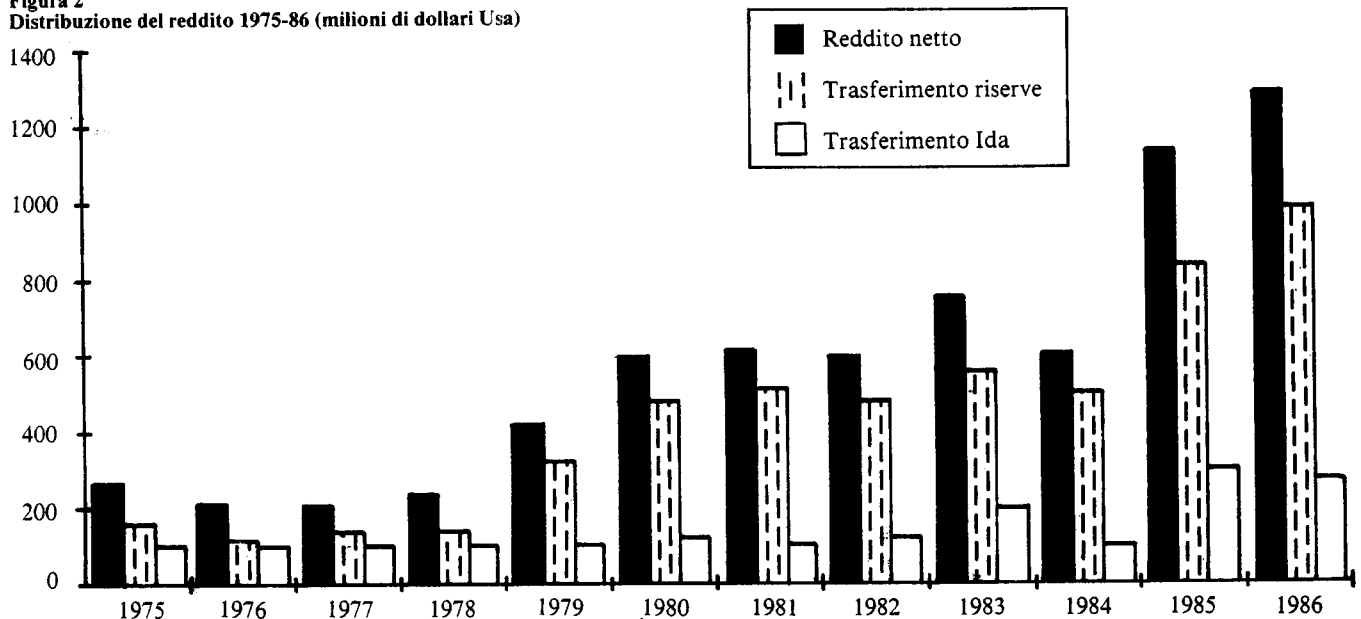


Figura 2
Distribuzione del reddito 1975-86 (milioni di dollari Usa)



della Banca (al denominatore) mette in luce alcuni importanti aspetti:

a) negli ultimi anni si è assistito a un continuo deterioramento della protezione del capitale rispetto alle obbligazioni assunte dalla Banca. Questo aspetto viene messo in evidenza dalla serie storica dei vari tipi di rapporto della tabella 1 e in particolare dal rapporto tra capitale a chiamata dei paesi industrializzati e obbligazioni della Banca. In tale caso, dal 1980 al 1986, la protezione è diminuita di oltre il 26% (4). Va aggiunto che il rapporto tra capitale a chiamata e obbligazioni della Banca può subire un ulteriore deterioramento dovuto al deprezzamento del dollaro. La caduta del dollaro fa infatti aumentare le obbligazioni della Banca espresse in valuta diversa dal dollaro

Usa (e convertite in dollari Usa) e tende a ridurre il rapporto.

b) L'aggiunta della «liquidità» e dei «prestiti» al numeratore indica una contrazione più contenuta negli ultimi 5 anni delle attività della Banca rispetto alle obbligazioni. In tale contesto la politica del reddito e della liquidità assume un ruolo fondamentale a protezione della stabilità finanziaria della Banca.

La politica del reddito della Banca risponde a tre principali obiettivi: quello di conservare l'immagine di una istituzione finanziariamente sana e stabile nei confronti dei mercati finanziari; quello di aumentare le riserve e di mantenerle a un livello tale da poter assorbire rischi di ripudio del debito da parte dei paesi beneficiari

dei prestiti; quello di consentire attraverso decisioni prese anno per anno di trasferire una quota del reddito ai paesi più poveri (beneficiari dei crediti Ida) (figura 2).

L'obiettivo di mantenere l'immagine di una sana e stabile istituzione finanziaria è perseguito principalmente attraverso la remuneratività. La remuneratività della Banca, misurata in rapporto alle attività della Banca (Roa) (5), ha registrato, negli ultimi 15 anni, un andamento decrescente, che si è arrestato negli ultimi 2-3 anni (valori percentuali):

1970-74	1975-79	1980-84	1985	1986
1,93	1,19	1,58	2,04	1,78

SAGGI E DOCUMENTI

A tale andamento hanno contribuito sostanzialmente cinque fattori: lo *spread* sui prestiti; le commissioni sui prestiti (*front fee e commitment fee*); il contributo dei cosiddetti *free funds* (capitale versato e riserve); lo *spread* sulle attività liquide; le spese amministrative.

Il contributo offerto al ritorno sulle attività dalle varie componenti in vari periodi è stato il seguente:

	1970-74	1975-79	1980-84	1985	1986
Spread sui prestiti	-0,48	-0,57	-0,30	-0,19	0,21
Commissioni	0,37	0,43	0,61	0,48	0,39
Free funds	2,35	1,66	1,38	1,20	1,12
Spread sulle attività liquide	0,74	0,36	2,06	4,02	2,92
Spese amministrative	-0,64	-0,62	-0,74	-0,71	0,61
Totale (1)	1,93	1,19	1,58	2,07	1,78

(1) Rappresenta una media ponderata delle varie componenti la redditività totale.

Lo *spread* sui prestiti (con esclusione delle commissioni) ha dato un contributo negativo al Roa della Banca. Ciò è determinato dalla circostanza che, nel periodo 1969-1980, il tasso d'interesse sui prestiti concessi era fisso, stabilito al momento dell'impegno, mentre la raccolta era effettuata sulla base delle erogazioni dei prestiti.

In una situazione di tassi d'interesse in aumento (come negli anni '70) le erogazioni dei prestiti, disposte lungo un ampio arco di tempo, venivano finanziate a un costo più elevato rispetto al tasso del prestito. L'adozione, agli inizi degli anni '80, del tasso d'interesse variabile durante la vita del prestito ha corretto l'anomalia di uno *spread* negativo sui prestiti (per il 1986 lo *spread* è stato positivo). Importante componente del Roa sono i cosiddetti *free funds*. Il contributo dei *free funds* al reddito si è notevolmente ridotto nel corso degli ultimi anni e la quota delle attività finanziate dai *free funds* è andata diminuendo. Lo *spread* sulle attività liquide della Banca ha costituito, soprattutto nel periodo 1980-84, la più importante componente del reddito della Banca e ha consentito una ripresa del Roa negli ultimi anni. La Banca ha sempre avuto un livello di liquidità tale da consentire un ordinato ricorso al mercato ed evitare che eventuali critiche situazioni dei mercati finanziari potessero avere negative ripercussioni sulla Banca. Il fattore principale che consente alla Banca di ottenere un elevato ritorno sugli investimenti negli ultimi anni è l'attenta gestione della liquidità, realizzata dal personale altamente specializzato del dipartimento finanziario, in un contesto di un più rapido aumento del ritorno sui fondi liquidi rispetto al costo della raccolta della Banca a medio e a lungo termine.

Un'elevata redditività della Banca serve a mantenere un rapporto riserve/prestiti tale da evitare che eventuali crisi finanziarie o ripudio del debito da parte di alcuni paesi non si ripercuotano sul capitale della Banca. La Banca ha come regola che il rapporto riserve/prestiti non sia inferiore

all'8-10%. Tale misura è ritenuta prudente, in quanto protegge la Banca nel caso di crisi finanziaria di uno dei suoi maggiori creditori (verso ciascuno del quale la Banca è esposta per il 10% circa) (tabella 1, figura 3).

Data la composizione per valuta dei prestiti in essere della Banca (dove prevalgono marchi tedeschi, yen giapponesi, franco svizzero, fiorino olandese), la re-

stiti ai paesi in via di sviluppo. Ciò consente di rafforzare la posizione finanziaria e l'immagine della Banca sui mercati finanziari.

La politica della Banca è di avere una liquidità pari a circa il 43% delle esigenze nette di cassa dei prossimi tre anni.

Nel corso del 1985 e del 1986 la mancata espansione degli impegni e delle erogazioni dei prestiti ai Pvs e la favorevole situazione del mercato finanziario americano ha elevato tale percentuale a oltre il 50% (figure 4-5) (7).

Questo livello di liquidità particolarmente elevato può rappresentare un segno di inefficienza della Banca, nel senso che l'istituzione è chiamata a promuovere e a finanziare progetti nei paesi in via di sviluppo e non a detenere e investire liquidità. Un esame più attento della situazione finanziaria della Banca fa però considerare che un'attiva politica di liquidità è importante per la percezione dei mercati finanziari nei confronti della Banca ed è nello stesso interesse dei paesi membri.

Una Banca «liquida» è ben accolta dai mercati finanziari internazionali e in grado, in qualsiasi momento, di far fronte alle proprie scadenze e pagamenti. Nella tabella 1, se viene considerata anche la liquidità, il rapporto tra capitale a chiamata e obbligazioni della Banca diventa maggiore di 1 e ciò offre una garanzia ai prestatori. Tale situazione viene incontro a un interesse comune degli azionisti e dei prestatori della Banca alla stabilità finanziaria dell'istituzione. I prestatori, naturalmente, vogliono essere protetti dal rischio di un mancato ripagamento. Gli azionisti (gli Stati membri) da una parte (paesi industrializzati) vogliono evitare di essere obbligati a versare il capitale a chiamata per far fronte a pagamenti della Banca e dall'altra (paesi in via di sviluppo) desiderano ottenere risorse al minor costo possibile.

La stabilità finanziaria è pertanto il più importante obiettivo che permette alla Banca di intermediare risorse finanziarie verso i paesi in via di sviluppo e verso progetti di sviluppo a elevato rendimento, a un costo meno elevato di quello che molti governi sarebbero in grado di ottenere. La gestione della liquidità della Banca serve a soddisfare tale obiettivo e a fare in modo che la Banca operi come se il *callable capital* non esistesse.

Nel caso in cui la politica di liquidità della Banca fosse di tipo «passivo» (ad esempio la liquidità fosse al 10% delle esigenze di cassa dei prossimi tre anni) si registrerebbe un' drastica contrazione del *net income* e quindi delle riserve.

In tale situazione quale sarebbe stata la reazione dei mercati finanziari? Probabilmente, i mercati finanziari considererebbero negativamente il deterioramento dei *debt ratios* della Banca, tenuto anche conto che le attività della Banca sono concentrate verso paesi in via di sviluppo, lo *spread* pagato dalla Banca aumenterebbe e l'onere sarebbe ritrasferito sui prestiti ai Pvs.

La politica di raccolta

L'altro aspetto fondamentale della politica finanziaria della Banca è quello

cente tendenza al deprezzamento del dollaro comporta un deterioramento del rapporto riserve/prestiti.

Tale deterioramento preoccupa in una fase in cui il programma di prestito della Banca intende dirigersi verso paesi a elevato debito.

Un elevato livello di profitti consente il trasferimento di una quota di tali profitti all'Ida per la concessione dei prestiti ai paesi più poveri.

Tale trasferimento all'Ida si può configurare come il pagamento di dividendi ai paesi in via di sviluppo che partecipano al capitale della Banca.

La liquidità della Banca mondiale è definita come:

$$L = B + R + Pi - D - Ae - Am$$

dove:

- B = erogazioni derivanti dalla raccolta
- R = rimborsi dei prestiti da parte dei paesi
- Pi = pagamenti di quote di capitale
- D = erogazioni di prestiti
- Ae = spese amministrative
- Am = ammortamento di prestiti assunti.

La liquidità della Banca viene normalmente detenuta in investimenti a breve, principalmente sul mercato americano (*Treasury bills e Treasury notes*, presso banche commerciali) e (6) in obbligazioni internazionali per far fronte a rimborsi di prestiti assunti e a erogazioni di prestiti.

Gli obiettivi della politica di liquidità della Banca sono sostanzialmente tre:

- 1) consentire alla Banca di scegliere il momento più adatto per prendere a prestito e limitare il ricorso ai mercati finanziari in situazioni sfavorevoli;
- 2) permettere alla Banca di presentare un solido stato patrimoniale. La liquidità costituisce una garanzia per i prestatori della Banca: nel caso di difficoltà finanziarie la Banca è in grado di far fronte alle sue obbligazioni senza ricorrere al capitale a chiamata;
- 3) aumentare il reddito della Banca. Il ritorno sugli investimenti liquidi della Banca è generalmente più elevato del ritorno sui pre-

SAGGI E DOCUMENTI

Figura 3
Rapporto riserve/prestiti in essere (1975-86)

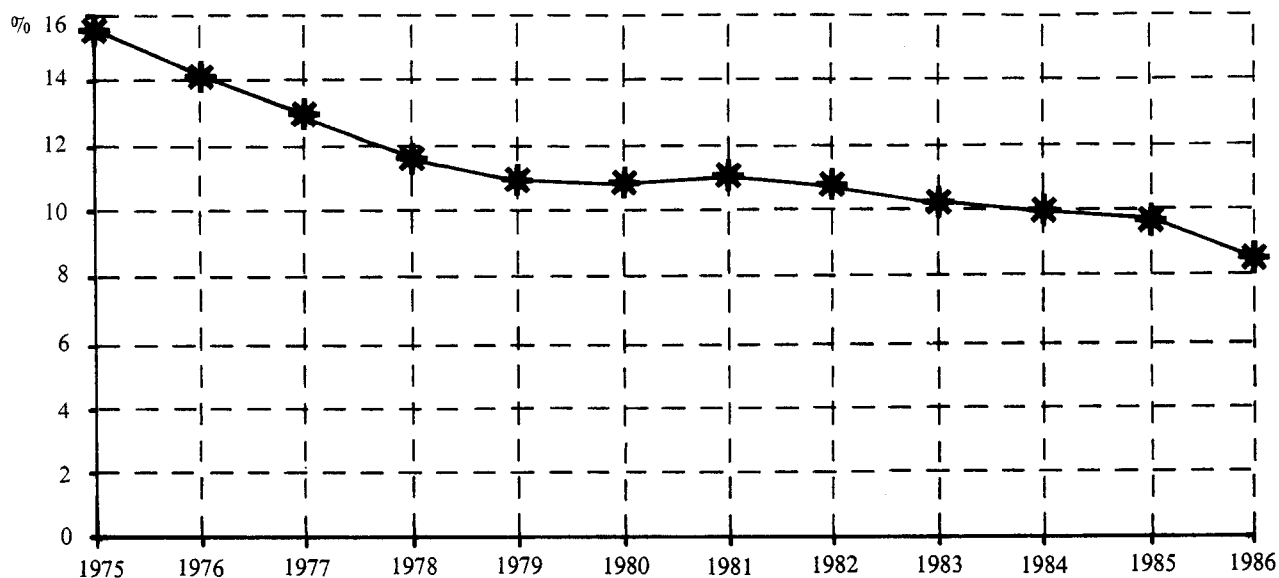


Figura 4
Investimenti liquidi 1981-86 (milioni di dollari Usa)

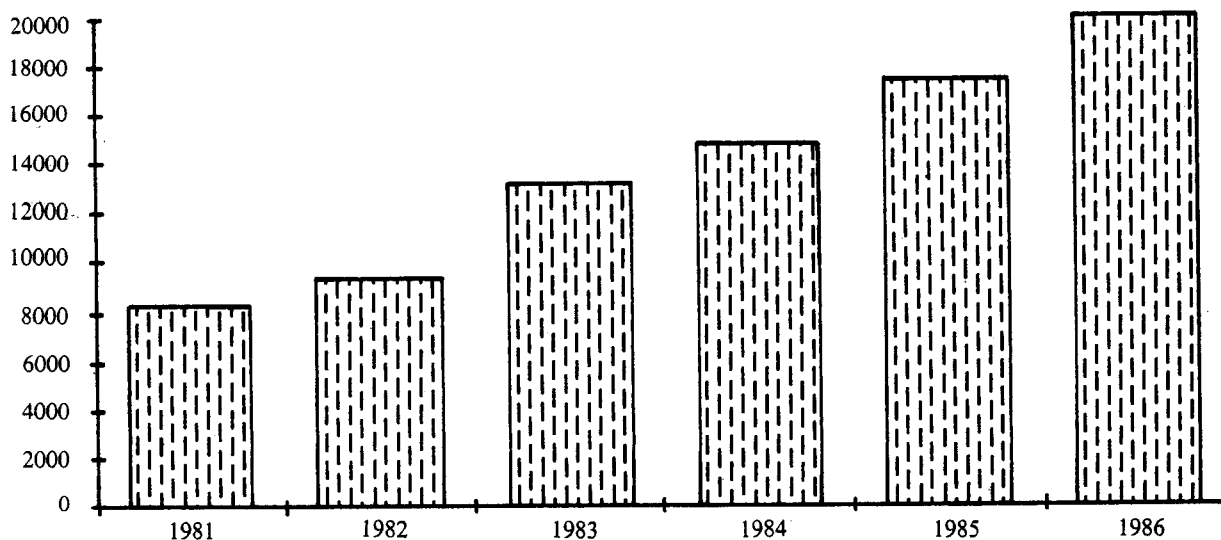
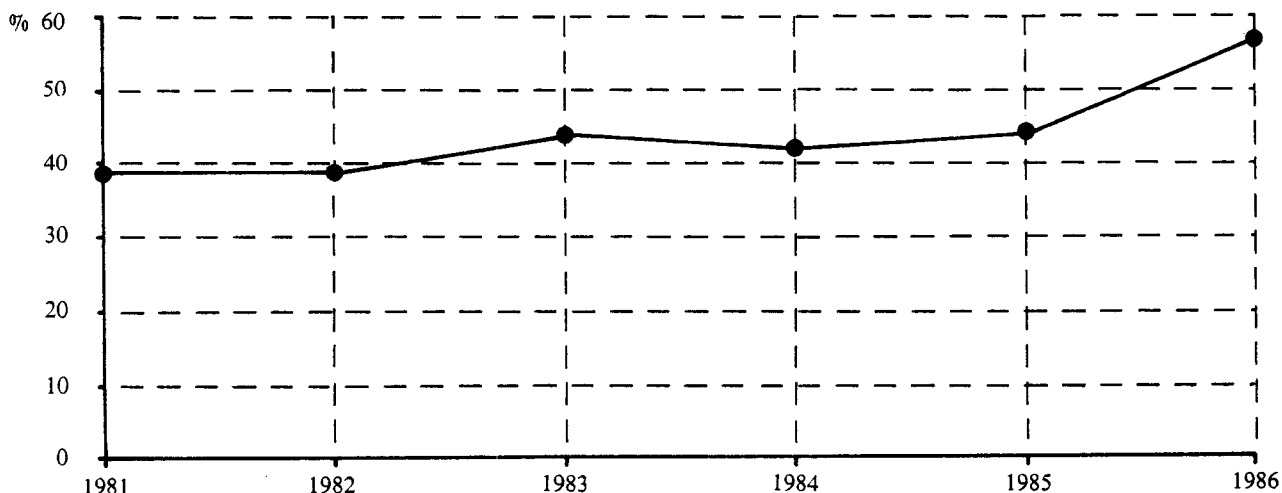


Figura 5
Coefficiente di liquidità 1981-86



Il coefficiente di liquidità è il rapporto tra le attività liquide e le esigenze nette di cassa dei successivi tre anni

SAGGI E DOCUMENTI

Banca pagherebbe laddove ricorresse direttamente a tali mercati.

La logica e il vantaggio dello *swap* si fondano su due principali fattori (10): il primo ha riguardo alla circostanza che sui vari mercati finanziari i vari prestatori hanno diverse *creditworthiness*. La Banca può utilizzare a suo vantaggio il differenziale di *creditworthiness* tra i vari prestatori, in modo da prendere a prestito attraverso *swaps* a un costo inferiore rispetto al ricorso diretto sul mercato. Lo *swap* consente a ciascuna delle controparti di raccogliere sul mercato finanziario nel quale ha un vantaggio comparato; il conseguente *swap* delle obbligazioni permette alle controparti di modificare l'assetto delle attività e passività e di ottenere riduzioni di costo rispetto a quelli di un ricorso diretto al mercato.

La grande maggioranza degli *swaps* della Banca avvengono tra dollari Usa (che la Banca può raccogliere a *spreads* particolarmente competitivi) e franchi svizzeri (su tale mercato la Banca ha un certo svantaggio comparato considerato l'elevato ricorso che la Banca effettua direttamente su quel mercato) (11).

Il secondo fattore riguarda i differenziali di tasso d'interesse tra i vari mercati e le inefficienze degli stessi mercati finanziari, nei quali ai differenziali di tassi d'interesse non corrispondono correlativi e analoghi differenziali di tasso di cambio.

Negli ultimi anni i differenziali di tasso d'interesse tra i vari mercati, e soprattutto quelli tra il dollaro Usa e le cosiddette monete a basso tasso d'interesse, sono stati elevati e hanno reso possibile profittevoli operazioni di *swaps*. Tale situazione è stata di rilevante beneficio per la Banca e per i Pvs che hanno preso a prestito dalla Banca.

La Banca, nel corso degli ultimi anni, ha scambiato prestiti in dollari Usa con prestiti in franchi svizzeri, marchi tedeschi e yen giapponesi, ha erogato prestiti ai paesi in via di sviluppo principalmente in valute a basso tasso d'interesse e ha mantenuto una liquidità investita in dollari Usa, a breve, con elevati rendimenti (12).

Di tale politica, malgrado il recente apprezzamento del dollaro nei confronti delle monete a basso tasso d'interesse hanno finora beneficiato i Pvs che hanno ottenuto complessivi guadagni di cambio pari a circa 700 milioni di dollari Usa.

La Banca ritiene che il cosiddetto *break even point* (13) rimane elevato e consente di realizzare vantaggi da operazioni di *swaps*. Le previsioni concernenti i cosiddetti *break even rates* per raccolta a 10 anni sono elencate nella successiva tabella.

Rispetto alla situazione degli ultimi tre anni, i *break even rates* si sono ridotti ma non eliminati (vedi valori percentuali).

Prospettive della politica finanziaria della Banca

Considerato che non è prevedibile, né auspicabile, che il *gearing ratio* venga modificato in modo tale da aumentare il *leverage* della Banca (14), vale a dire con-

Valute	Tasso di interesse nominale (1)	Tasso di cambio (1)	Tasso di cambio di equilibrio	Percentuale di rivalutazione (2)
Dollaro Usa	8,05	1	—	—
Franco sv.	5,22	1,85	1,42	30
Yen giap.	5,90	1,70	1,39	22
Marco ted.	5,96	2,21	1,82	22
Fiorino ol.	6,42	2,49	2,14	16

(1) Al maggio 1986.

(2) Ciò che viene calcolato è la potenziale rivalutazione, nel corso della vita del prestito, di una certa valuta per uguagliare i differenziali di tasso di interesse tra le maggiori valute. Ad esempio nel caso del franco svizzero il 30% di percentuale di rivalutazione è dato dalla seguente formula:

$$\left(\frac{1 + \text{tasso di interesse del dollaro Usa}}{1 + \text{tasso d'interesse del franco sv.}} \right)^t$$

t = durata del tempo.

valori percentuali

	1983	1984	1985
Marco ted. (durata 6-7 anni)	28	25	29
Franco sv. (durata 5-6 anni)	36	34	30
Yen giap. (durata 9-10 anni)	29	42	44
Fiorino ol. (durata 7 anni)	22	23	22

sentire un incremento dei prestiti in essere per unità di capitale, le prospettive della Banca nei prossimi anni sono principalmente legate alla decisione dei paesi membri di aumentare il capitale.

Sotto il profilo economico, l'aumento del capitale della Banca è diretto a espandere l'attività di prestito della Banca ai paesi in via di sviluppo e soprattutto ai paesi a elevato debito.

Solo attraverso la messa a disposizione di risorse addizionali, la Banca avrà la possibilità di svolgere un ruolo effettivo nei Pvs, di orientare maggiormente i programmi di aggiustamento e stabilizzazione verso prospettive di sviluppo, di facilitare politicamente all'interno dei vari paesi l'adozione di programmi diretti alla liberalizzazione delle economie e all'efficiente utilizzo delle risorse, nonché di avere nei confronti degli altri maggiori attori (banche commerciali, Governi e agenzie di sviluppo) un ruolo centrale e un potere negoziale.

Al di là di questi aspetti economici cerchiamo di esaminare le prospettive della politica finanziaria della Banca.

Anche se negli ultimi 2-3 anni il programma di prestito della Banca si è, per varie ragioni, collocato al di sotto delle previsioni d'inizio anno, si può affermare che il ciclo iniziato al momento dell'ultimo aumento di capitale è terminato e un nuovo aumento del capitale è ormai auspicabile.

Infatti, il deterioramento dei rapporti tra attività e passività, se da una parte indica che un aumento del capitale è neces-

sario per ricostituire i *debt ratios* della Banca, dall'altra richiama l'attenzione sulla circostanza che la base di capitale, fornita alla Banca con l'ultimo aumento di capitale, è stata utilizzata e che un nuovo ciclo si deve aprire se si vuole espandere l'attività di prestito della Banca.

L'esperienza dei precedenti aumenti di capitale della Banca mette in luce che la situazione attuale di deterioramento dei *debt ratios* è analoga, anche se a livelli diversi, a quella avvenuta in passato alla vigilia di aumenti di capitale.

Altra fondamentale considerazione alla base dell'aumento di capitale della Banca è data dalla tendenziale dissociazione tra programma di prestito e programma di raccolta della Banca. Nel periodo 1981-86, mentre gli impegni della Banca sono aumentati di circa il 50%, la raccolta della Banca è aumentata di oltre il 100% (figura 6) (15).

Tali dati evidenziano che la potenzialità di raccolta e di intermediazione della Banca non viene adeguatamente tradotta nel programma di prestito (16). Inoltre le erogazioni dei prestiti al di sotto delle previsioni hanno profonde implicazioni per il programma di raccolta della Banca e per la liquidità (17). La mancata espansione del programma di prestito e soprattutto l'incapacità di mantenere un elevato livello di erogazioni rischiano infatti di allargare la dissociazione tra le due importanti funzioni della Banca e di ridurre la Banca stessa all'attività di investire liquidità e perseguire profitti e conseguentemente effettuare tra-

SAGGI E DOCUMENTI

Tabella 4 - Composizione della raccolta annuale dopo gli swaps (%)

	1982	1983	1984	1985	1986
Dollaro Usa	31	20	12	16	14
Marco tedesco	14	15	19	17	20
Franco svizzero	25	24	24	25	29
Yen giapponese	16	13	17	20	18
Fiorino olandese	8	8	8	8	9
Sterlina inglese	3	1	4	3	1
Dollaro canadese	—	—	—	1	1
Altre valute	3	5	3	3	3
A breve	—	14	13	7	5

Tabella 5 - Composizione per valuta delle obbligazioni (dopo gli swaps) (in miliardi di dollari Usa) (1)

	1982	1983	1984	1985	1986
Dollaro Usa	11,5	11,8	12,1	11,8	17,5
Franco svizzero	5,6	7,8	9,0	10,3	11,3
Marco tedesco	7,3	7,8	8,1	8,8	11,8
Yen giapponese	5,2	6,7	8,1	9,6	16,3
Fiorino olandese	1,0	1,7	2,3	2,8	4,3
Altre valute	1,5	2,2	2,7	3,5	4,6
Totale	32,1	38,1	42,3	46,8	65,8
Raccolta a breve in essere (2)	—	1,5	2,7	3,4	4,0

(1) Fine dell'anno finanziario.

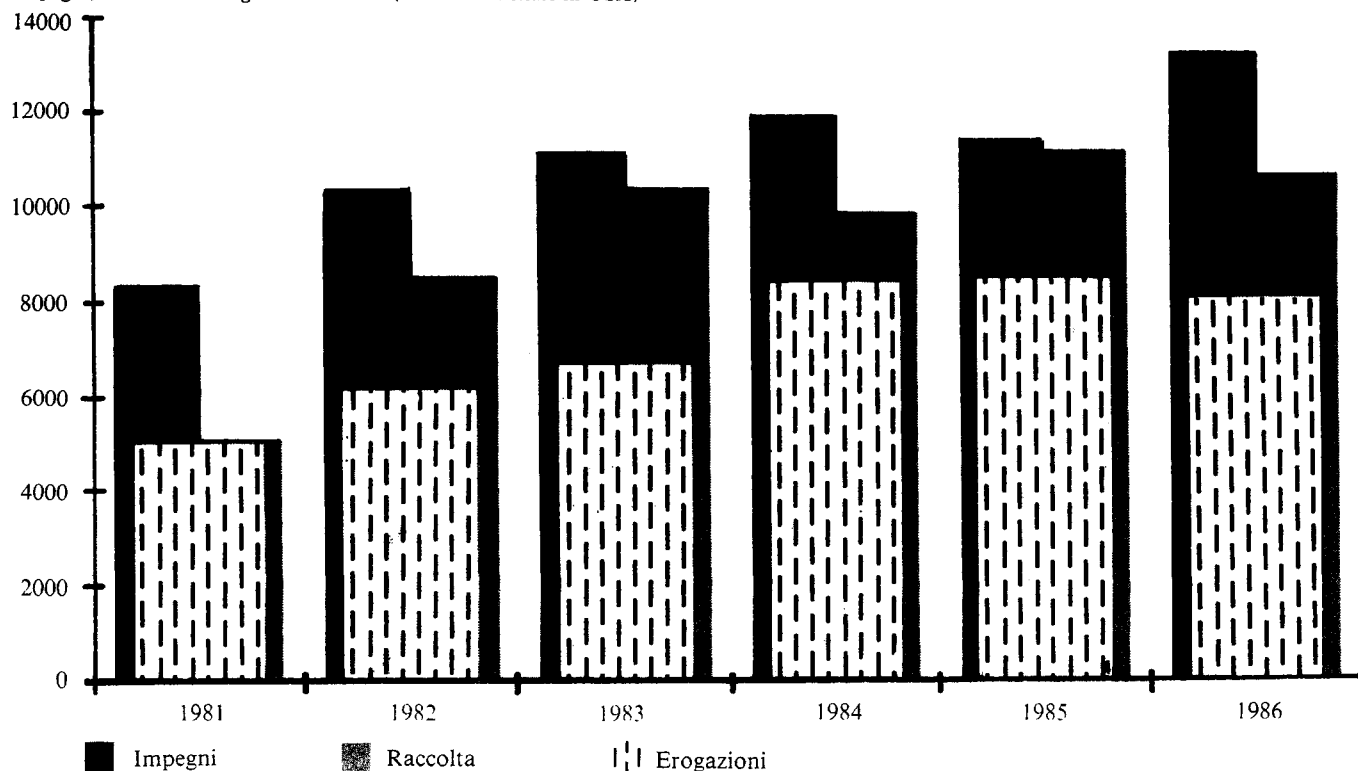
(2) Principalmente in dollari Usa

sferimenti netti, negativi ai paesi in via di sviluppo.

L'aumento del capitale della Banca appare poi indispensabile laddove si considerino due possibili modifiche delle caratteristiche delle operazioni della Banca nei prossimi anni: l'aumento della quota di prestiti settoriali o di aggiustamento strutturale a rapida erogazione e una moderata liberalizzazione dei termini di ripagamento (nel senso di un allungamento delle scadenze). Entrambe queste misure comportano un maggior utilizzo del capitale. Infatti, la vita media dei prestiti della Banca aumenterà e, conseguentemente, l'ammontare dei prestiti che si possono mobilitare per unità di capitale diminuisce.

Importante fattore nella futura politica finanziaria della Banca è il decrescente contributo che i *free funds* danno al Roa della Banca.

Un aumento di capitale che avvenga con una ridotta quota versata, mentre ricostituirebbe (attraverso l'aumento del capitale di per sé) i cosiddetti *debt ratios* della Banca, ridurrebbe (attraverso la ridotta quota di capitale versato) la capacità della Banca di produrre reddito e avrebbe due principali conseguenze. Da una parte la Banca dovrebbe continuare a basare la produzione del reddito principalmente sulla gestione della liquidità. Dall'altra aprirebbe la possibilità che in un futuro più o meno prossimo il costo dei prestiti ai Pvs venga aumentato attraverso un aumento delle commissioni (*front end fee e commitment fee*). Quest'ultima possibilità dipenderà a sua volta dal successo della politica

Figura 6
Impegni, raccolta ed erogazioni 1981-86 (milioni di dollari in USA)

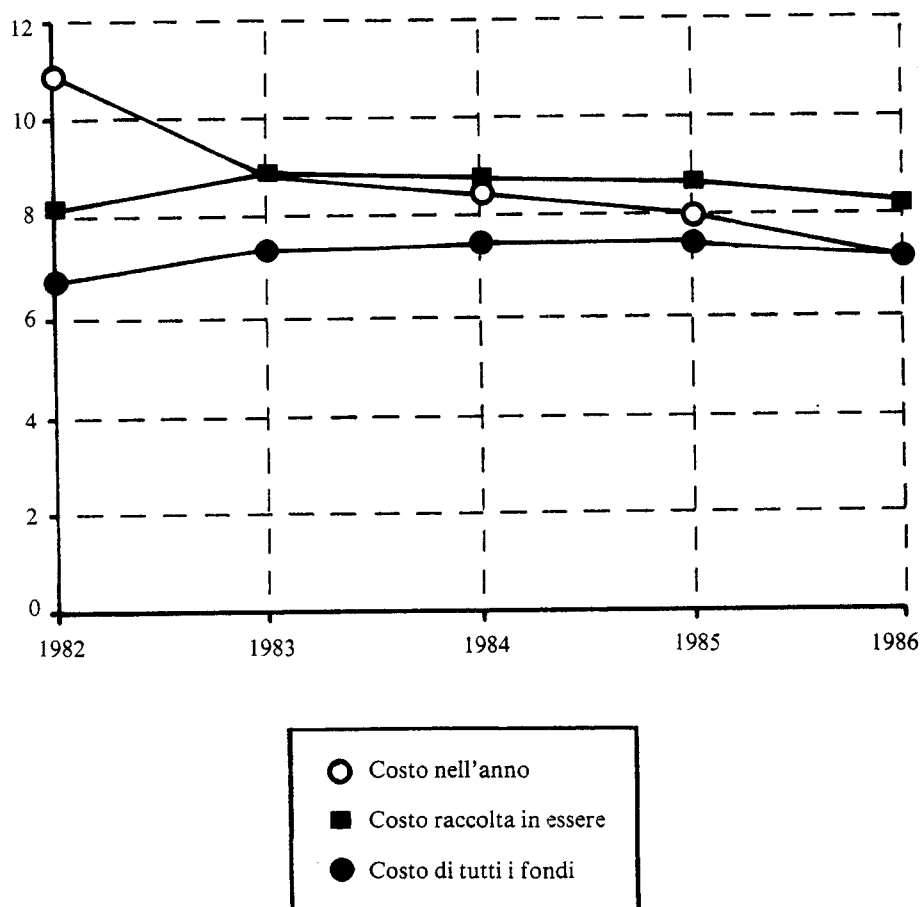
SAGGI E DOCUMENTI

Tabella 6 - Composizione per valuta dei prestiti in essere (in miliardi di dollari Usa)

	1982	1983	1984	1985	1986
Dollaro Usa	5,7	7,2	6,5	6,7	5,9
Marco tedesco	7,7	7,8	8,6	9,1	13,8
Franco svizzero	6,5	8,5	9,6	10,7	17,5
Yen giapponese	5,5	6,0	8,6	9,8	16,5
Fiorino olandese	1,2	1,8	2,4	2,8	4,8
Altre valute	2,6	2,4	2,1	2,3	2,5
Totale	29,2	33,7	37,8	41,4	61,0

Tabella 7 - Composizione per valuta degli investimenti liquidi (in miliardi di dollari Usa)

	1982	1983	1984	1985	1986
Dollaro Usa	7,9	9,5	11,7	13,8	14,8
Marco tedesco	0,08	0,2	0,10	0,06	0,10
Franco svizzero	—	—	0,04	0,01	0,04
Yen giapponese	—	1,14	0,01	0,01	0,3
Altre valute	1,4	2,4	3,0	3,5	4,7
Totale	9,4	13,2	14,9	17,4	20,0

Figura 7
Costo della raccolta e di tutti i fondi 1982-86 (%)

della liquidità e dalla capacità della Banca di ridurre i costi amministrativi attraverso un più efficiente utilizzo delle risorse.

A proposito dei cosiddetti *free funds*, la Banca dovrà inoltre considerare la possibilità che essi abbiano un diretto impatto sul costo dei prestiti ai Pvs (figura 7). Allo stato i *free funds* hanno la funzione di produrre nuovo reddito e di abbassare il costo complessivo della raccolta della Banca. Tuttavia, il sistema di fissazione del tasso di interesse attivo della Banca non consente un diretto e immediato trasferimento del costo zero dei *free funds* sul costo dei prestiti pagato dai Pvs.

Infatti, la Banca fissa il tasso d'interesse sui prestiti ai Pvs sulla base del costo di raccolta della Banca negli ultimi 6 mesi (18) e non trasferisce direttamente ai Pvs il contributo dei *free funds*. Ciò si aggiunge alla circostanza che i Pvs pagano sui prestiti erogati in cosiddetta moneta tasso d'interesse (franco svizzero, marco tedesco e yen giapponese) il costo della quota di raccolta della Banca in dollari.

Il contributo dei *free funds* al costo dei prestiti della Banca ai paesi in via di sviluppo è pertanto indiretto ed è connesso al giudizio circa le proiezioni del *net income* negli anni futuri.

Ogni riduzione dei *free funds* (dovuta a ritardi dell'aumento generale del capitale, bassa quota di capitale versato e insufficiente produzione di reddito) influisce sulle prospettive di produzione di reddito per gli anni futuri.

In caso di previsione di una riduzione del reddito inferiore all'obiettivo di un ritorno sulle attività tra l'1,15 e l'1,35% (misura ritenuta necessaria per mantenere la stabilità finanziaria della Banca), la Banca richiederà una compensazione attraverso l'aggiustamento dello *spread* sul costo della raccolta (attualmente 0,50%). Tale complessa e lunga procedura trasferisce con un certo ritardo i benefici derivanti dai *free funds*, e non garantisce la necessaria trasparenza nella fissazione del costo dei prestiti ai paesi in via di sviluppo.

La dissociazione tra valute di raccolta, valute d'impiego e valute d'investimento della liquidità ha poi una serie di effetti (tabelle 5, 6 e 7).

Per quanto riguarda i Pvs, l'elevata quota dei prestiti erogati in valute diverse dal dollaro espone tali paesi, in questa fase, a un appesantimento, in termini di dollari Usa, del servizio del debito. Naturalmente, guadagni e perdite derivanti dai tassi di cambio vanno esaminati lungo un periodo di tempo più ampio e in ultima analisi emerge che i Pvs hanno finora beneficiato delle oscillazioni del dollaro Usa.

Per quanto riguarda la Banca, la dissociazione tra raccolta e impiego rende instabili alcuni importanti *ratios* della Banca. In particolare, il *ratio* riserve/prestiti in essere, il *ratio* riserve/debiti e il livello del *sustainable level of lending* sono esposti alle fluttuazioni dei tassi di cambio.

L'altro importante aspetto che la Banca sta esaminando riguarda la politica della liquidità e, più in generale, la gestione delle attività. Attualmente, la liquidità della Banca viene gestita sulla base di direttive, a

suo tempo approvate dal Consiglio d'amministrazione, che stabiliscono una durata di singoli investimenti compresa tra 3 mesi e 5 anni. Tali direttive costringono la Banca a concentrare l'investimento della propria liquidità in pochi strumenti, con ridotta flessibilità, in una situazione di volatilità dei tassi d'interesse che espone la Banca al cosiddetto *market risk*. In tali circostanze, accettato l'importante ruolo che la politica della liquidità riveste, emerge l'esigenza di accentuare la sofisticazione (e l'efficienza) della politica di gestione della liquidità.

Ciò lascia aperti due problemi. Il primo riguarda la gestione del *credit risk*, connesso alla diversificazione del portafoglio. Un portafoglio più diversificato aumenta il rischio della Banca e richiede un costo aggiuntivo per la valutazione dei rischi.

Il secondo è di carattere più generale e riguarda la possibilità che l'espansione dell'attività della Banca nel campo della ge-

stione della liquidità e delle attività finisca per offrire alla Banca stessa una serie di nuove opportunità d'investimento che potrebbero portare a un'ulteriore dissociazione tra il programma di prestito della Banca e il programma di raccolta. A ciò va aggiunto che la crescita dell'attività del Dipartimento finanziario della Banca richiederà risorse aggiuntive, ovvero uno spostamento di risorse da altri settori della Banca.

In tale contesto si offrono nuove opportunità per la Banca: investimento in titoli a medio e lungo termine, entrata nel mercato dei *financial futures* e delle *options*, vendita dei prestiti.

L'ingresso in tali nuovi campi renderà il portafoglio della Banca più liquido, più diversificato e più flessibile, consentirà di meglio valutare e ridurre il *market risk* e in definitiva accentuerà la sofisticazione finanziaria della Banca (18).

(1) Il problema della valutazione del capitale della Banca, nato nel momento in cui il dollaro è stato sganciato dall'oro non è ancora risolto.

(2) All'inizio dell'attività della Banca e fino alla metà degli anni '60 le obbligazioni assunte erano sostanzialmente garantite dal capitale a chiamata nei confronti degli Stati Uniti.

(3) Date le caratteristiche operative della Banca (*gearing ratio*), il deterioramento dei rapporti capitale/obbligazioni rivela la circostanza che la Banca è una istituzione «matura» e che il suo *leverage* è in aumento. In realtà l'effettivo «leverage» della Banca va calcolato in riferimento alla quota di capitale pagato (*paid in*) e non a tutto il capitale.

(4) $RoA = Return\ on\ assets.$

(5) Circa il 75% del totale.

(6) In linea generale la Banca raccoglie e utilizza monete a cosiddetto basso tasso d'interesse per le erogazioni dei prestiti ai Pvs, mentre mantiene attività liquide in dollari Usa. L'obiettivo operativo della gestione della liquidità è di massimizzare il ritorno in termini finanziari del portafoglio.

(7) Prima dell'introduzione dell'assicurazione degli *swaps*, la Banca effettuava *swaps* solo con controparti con un «*rating triple A*».

(8) Le prime tre misure mettono in luce, oltre alla capacità innovativa della Banca, l'intenzione di allungare la durata media della raccolta.

(9) La Banca non può avere, come indicato nello statuto, un rischio di cambio (questo viene trasferito ai prenditori dei prestiti).

(10) La Banca trova un vantaggio comparato a raccogliere in Italia rispetto ad altri prenditori residenti, considerata la scarsità di titoli della Banca sul mercato italiano.

(11) Nel momento in cui si accetta che la Banca debba avere una elevata liquidità, non vi è altra profittevole ed efficiente alternativa rispetto a quella di mantenere una elevata percentuale di tale liquidità in dollari Usa.

(12) Il punto al quale la rivalutazione di una certa valuta (ad esempio il franco svizzero, nei confronti del dollaro Usa) eguaglia il costo di comparabile raccolta nelle due valute (franco svizzero e dollaro Usa).

(13) L'aumento del *gearing ratio* avrebbe l'effetto di «spiazzare» l'attività delle banche commerciali verso

i Pvs e di aumentare la «rischiosità» dei prestiti della Banca.

(14) Sotto certi aspetti ciò costituisce una situazione normale per una istituzione che ha come suo punto centrale il cosiddetto «*gearing ratio 1:1*» e che ha raggiunto uno stadio di maturità.

(15) Non entriamo nel dibattito circa l'esistenza di una domanda di prestiti da parte dei Pvs.

(16) Negli ultimi due anni le erogazioni su prestiti sono rimaste pressoché costanti e notevolmente al di sotto delle erogazioni previste. Ad esempio nell'anno finanziario 1986 le erogazioni sono state inferiori alle previsioni per oltre un miliardo di dollari Usa. Le quote più elevate di mancate erogazioni (circa 450 milioni di dollari) si sono verificate in Europa mediterranea e in Nord Africa; in America Latina le erogazioni effettive sono state inferiori a quelle previste per circa 200 milioni di dollari.

(17) Il *lending rate* della Banca viene variato ogni 6 mesi ed è stabilito dal costo che la Banca ha avuto negli ultimi 6 mesi sulle obbligazioni in essere assunte a partire dal 1982. A tale costo viene aggiunto uno *spread* dello 0,50%:

$$2 \times \frac{\text{Interessi pagati nel semestre}}{\text{Importo delle obbligazioni in essere assunte a partire dal 1982}} - 100 + 0,50\%$$

(18) A tale riguardo un importante strumento che la Banca potrà utilizzare nella valutazione del rischio è di stabilire linee direttive per quanto concerne la *duration* del portafoglio della Banca. La *duration* è un indice che raffina il concetto di scadenza generalmente usato per indicare il rischio di un certo investimento o di un portafoglio. La *duration* è la media ponderata dei pagamenti connessi con un certo investimento:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{Ct(t)}{(1+r)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{Ct}{(1+r)^t}}$$

dove:
 t = durata dei vari pagamenti
 Ct = importo pagato nei vari anni
 r = rendimento
 n = scadenza dell'ultimo pagamento