

RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

PAGINA BIANCA

ORGANI DELL'ISTITUTO

PAGINA BIANCA

Consiglio Generale

Presidente

Dott. Rodolfo BANFI

Consiglieri

Comm. Dott. Roberto ARDIGO'
Dott. Mario BERTOLINI
Dott. Felice CALVANI
Dott. Arturo FANTECHI
Comm. Rag. Vittorio GUIDO
Cav.Lav.Prof. Francesco PARRILLO
Prof. Enzo PONTAROLLO
Prof. Renzo PREDI
Prof. Stefano SANDRI
Avv. Sergio TRAUNER

Consiglio di Amministrazione

Presidente

Dott. Rodolfo BANFI

Sostituto del Presidente

Cav.Lav.Prof. Francesco PARRILLO (*)

Consiglieri

Dott. Felice CALVANI
Dott. Fernando CARPENTIERI
Dott. Giacomo FERRARIS
Dott. Giuseppe MAZZA
Prof. Renzo PREDI
Dott. Giuseppe SAGONE
Amb. Raniero VANNI D'ARCHIRAFI

Collegio Sindacale**Presidente**

Dott. Gianfranco BITTARELLI (**)

Sindaci

Avv. Vincenzo	BARTOLI
Dott. Francesco	BATTINI (***)
Ing. Giuseppe	BIANCHI (**)
Prof. Paolo Emilio	CASSANDRO
Dott. Stefano	GIROTTI (**)
Dott. Domenico	PESSOLANO

Sindaci supplenti

Dott. Fidia CIAFANI
Dott.ssa Giulia TRONCELLITO

Magistrato della Corte dei Conti**Delegato al Controllo**

Dott. Ugo CEVOLI (****)

Sostituto

Dott. Fabrizio TOPI

DIRETTORE GENERALE

Dott. Giovan Piero ELIA

-
- (*) Chiamato a svolgere tale funzione con delibera del Consiglio di amministrazione del 16 gennaio 1991
- (**) Nominati con decreto del Presidente del Consiglio emanato il 18 aprile 1990
- (***) Nominato con decreto del Presidente del Consiglio emanato il 18 aprile 1990, il dott. Battini ha rassegnato le dimissioni l'8 aprile 1991
- (****) Designato con delibera del Consiglio di Presidenza della Corte dei Conti del 6 aprile 1990

INDICE SOMMARIO

RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

PREMESSA

1. IL FINANZIAMENTO AGEVOLATO DEI CREDITI
ALL'ESPORTAZIONE E L'ATTIVITA' DELL'ISTITUTO
NEL CAMPO DELLA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE

1.1 Il quadro economico di riferimento.....

1.2 L'attività dell'Istituto nel settore
dei finanziamenti all'esportazione.....1.3 L'attività dell'Istituto nel campo
della cooperazione internazionale.....

2. FINANZIAMENTI ALLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE INDUSTRIALI

2.1 L'attività di sostegno alle piccole e medie imprese

2.2 Le partecipazioni dell'Istituto

3. PROVVEDIMENTI LEGISLATIVI ED AMMINISTRATIVI
CONCERNENTI L'ATTIVITA' DELL'ISTITUTO.....

4. ATTIVITA' DI STUDIO E DI RICERCA.....

5. IL BILANCIO DELL'ISTITUTO AL 31 DICEMBRE 1990

RELAZIONE DEL COMITATO PER L'AMMINISTRAZIONE DEL FONDO
CENTRALE DI GARANZIA PER IL CREDITO AGEVOLATO AL COMMERCIO.....

RELAZIONE DEL COMITATO PER L'AMMINISTRAZIONE DEL FONDO
CENTRALE DI GARANZIA PER LE IMPRESE DI AUTOTRASPORTO.....

RELAZIONE DEL COLLEGIO SINDACALE

STATO PATRIMONIALE E CONTO ECONOMICO AL 31 DICEMBRE 1990.....

ALLEGATI ALLO STATO PATRIMONIALE

ELENCO DELLE PARTECIPAZIONI AL 31 DICEMBRE 1990

BILANCI DELLE SOCIETA' CONTROLLATE E COLLEGATE

RELAZIONE DI CERTIFICAZIONE

APPENDICE STATISTICA

P R E M E S S A

Dopo un avvio moderatamente ottimista, il 1990 si è chiuso per l'economia italiana, così come per la maggior parte dei paesi industrializzati, all'insegna di un generale indebolimento della domanda e delle attività produttive, che ha fatto rivedere verso il basso molte delle previsioni avanzate ad inizio d'anno. In particolare, le tensioni susseguitesì fin dall'estate per effetto della crisi del Golfo hanno pesantemente condizionato il quadro economico, rendendo sempre più pronunciato ed evidente il processo di decelerazione in atto come ormai mostrano tutti i principali indicatori congiunturali.

Peraltro, anche i dati a consuntivo sull'attività svolta nell'anno dal Mediocredito centrale riflettono in parte questo andamento sia con riguardo all'interno, ove persino una legge portante come la Sabatini risente del clima in questione pur continuando ad attestarsi su valori di tutto rispetto, sia con riguardo al settore dei finanziamenti a medio e lungo termine all'esportazione, dove gli interventi che competono all'Istituto ai sensi della legge n. 227/77 (legge Ossola) si sono in pratica mantenuti sugli stessi livelli dell'anno precedente, anche se trattasi di livelli elevati.

In questo comparto l'Istituto ha infatti accolto 645 operazioni (erano state 644 nel 1989) per 8.197 miliardi di lire di credito capitale dilazionato (8.165), corrispondenti a 9.671 miliardi di forniture agevolate (9.929) che rappresentano una quota assai prossima al 10,5% delle esportazioni di beni d'investimento e di consumo durevole nel 1990.

Per contro, si è accentuato nel periodo in esame il ruolo che il Mediocredito centrale svolge quale finanziatore diretto delle esportazioni italiane e delle attività ad esse collegate. L'Istituto ha infatti partecipato - o promosso - in pool con altri istituti a ben 18 nuovi finanziamenti per un importo complessivo - ai cambi medi dell'anno

- pari a circa 4.500 miliardi di lire contro le 7 operazioni per 1.226 miliardi del 1989. Inoltre, nell'organizzazione dei crediti diretti, una particolare attenzione è stata rivolta dall'Istituto a quelle operazioni che lasciano intravedere importanti margini di ricaduta per l'internazionalizzazione delle nostre imprese esportatrici.

Quanto ai crediti di aiuto concessi, come è noto, da Mediocredito centrale nell'ambito della politica italiana di cooperazione con i paesi in via di sviluppo, non sono invece da segnalare variazioni di rilievo rispetto all'anno precedente essendo passati, in numero, dai 36 del 1989 a 37 e negli importi ai seguenti valori: 468,9 milioni di dollari (462 nel 1989), 109,4 milioni di marchi tedeschi (135,2), 33 milioni di ECU (141) e 198,5 miliardi di lire (290,9).

E lo stesso dicasi per le operazioni di penetrazione commerciale ai sensi della legge n. 394/81, che sono state nell'esercizio in esame 49 per 80,1 miliardi di lire contro le 50 per 99,7 miliardi del 1989. Un andamento, questo, tutto da ascrivere alle attese che hanno preceduto il rifinanziamento della legge - peraltro intervenuto con la legge n. 304 del 20 ottobre '90 - che non a presunti cali di interesse da parte delle nostre imprese esportatrici per uno strumento così efficace per i loro piani di sviluppo sui mercati esteri.

Con riguardo invece ai provvedimenti legislativi che nel periodo in esame hanno interessato il settore del commercio con l'estero in senso lato - e per i quali come al solito si fa rinvio, per un maggiore approfondimento, alla parte relativa della presente Relazione - è da dire che il 1990 è stato un anno estremamente positivo sia perchè si sono poste alcune fondamentali premesse per meglio qualificare e accrescere la competitività delle nostre imprese sui mercati esteri sia perchè - con l'adesione della lira alla fascia di fluttuazione ristretta dei cambi all'interno dello Sme e con la conseguente anticipata liberalizzazione valutaria deliberata a metà maggio dalle Autorità monetarie - è stato completato quel processo di apertura del nostro sistema alla libera circolazione dei capitali in ambito CEE.

TAV. 1

**MEDIOCREDITO CENTRALE: OPERAZIONI ACCOLTE AI SENSI DELLA LEGGE ISTITUTIVA
E DELLE PRINCIPALI LEGGI DI AGEVOLAZIONE
(importi in miliardi di lire)**

OPERAZIONI	1986		1987		1988		1989		1990		var. % 90/89	
	N.	Importo	N.	Importo	N.	Importo	N.	Importo	N.	Importo	N.	Importo
1) PICCOLE E MEDIE IMPRESE												
-L. 1329/65	9.119	1.572,3	30.260	3.957,2	25.350	3.602,3	21.888	4.201,8	15.989	3.218,8	-27,0	-23,4
-L. 949/52: automezzi	215	58,5	180	59,0	203	74,8	306	104,7	307	129,7	+ 0,3	+23,9
-L. 949/52: rifinanziamento	442	306,0	924	911,7(1)	1.054	1.016,6	558	646,0(1)	536	577,2(2)	- 3,9	-10,6
-Mutui con fondi BEI	402	246,1	318	224,0	413	362,4	443	375,1	478	384,7	+ 7,9	+ 2,6
-Mutui con fondi CECA	-	-	-	-	-	-	5	17,4	6	9,7	+20,0	-44,3
-Altre	7	3,6	3	2,5	4	3,7	4	10,2	7	5,6	+75,0	-45,1
-Totale (a)	10.185	2.186,5	31.685	5.154,4	27.024	5.059,8	23.204	5.355,2	17.323	4.325,7	-25,3	-19,2
2) CREDITI ALL'ESPORTAZIONE												
-Provvista sul mercato interno	67	281,1	45	245,8	70	516,1	62	286,8	50	235,2	-19,4	-18,0
-Provvista sui mercati esteri	416	5.022,2	396	4.709,8	463	5.276,0	582	7.877,9	595	7.962,0	+ 2,2	+ 1,1
di cui:												
Smobilizzi	352	2.410,6	307	2.374,8	324	2.422,3	334	3.089,0	414	3.814,3	+24,0	+23,5
Prestiti	41	1.722,0	44	1.251,4	45	1.289,0	72	2.545,1	58	1.703,0	-19,4	-33,1
Triangolari	23	889,6	45	1.083,6	94	1.564,7	176	2.243,8	123	2.444,7	-30,1	+ 9,0
Totale (b)	483	5.303,3	441	4.955,6	533	5.792,1	644	8.164,7	645	8.197,2	+ 0,2	+ 0,4
Totale generale (a+b)	10.668	7.489,8	32.126	10.110,0	27.557	10.851,9	23.848	13.519,9	17.968	12.522,9	-24,7	- 7,4
(1)	L'importo comprende 40 miliardi di lire relativi ad interventi specificamente destinati a fornire liquidità ai mediocrediti regionali meridionali mediante acquisto di loro obbligazioni.											
(2)	L'importo comprende 50 miliardi di lire relativi ad interventi specificamente destinati a fornire liquidità agli istituti regionali meridionali mediante acquisto di loro obbligazioni.											

Quanto ai provvedimenti adottati nell'anno per garantire una sempre maggiore presenza delle imprese italiane sui mercati esteri e parità di condizioni con le imprese nostre concorrenti sarà qui sufficiente richiamare la legge n. 100 del 24 aprile 1990, istitutiva della Società italiana per le imprese miste all'estero-Simest S.p.A., e la recentissima legge n. 19 del 9 gennaio 1991, istitutiva di un'analogha società finanziaria operante nella regione Friuli-Venezia Giulia e in parte del Veneto, nonché le disposizioni contenute nella legge n. 304 del 20 ottobre 1990 che, oltre a rifinanziare il Fondo per la concessione di finanziamenti per i programmi di penetrazione commerciale, introduce alcune facilitazioni per la partecipazione a gare e appalti internazionali da parte di imprese italiane.

Passando ora a considerare l'altro fondamentale ramo di attività dell'Istituto, quello dei finanziamenti all'interno per il sostegno e lo sviluppo della piccola e media impresa, è da aggiungere, rispetto a quanto già affermato all'inizio circa una certa sintonia tra indicatori congiunturali e dati a consuntivo dell'Istituto, che a ridimensionare in parte le previsioni della vigilia hanno in questo caso concorso, più che una situazione oggettiva di effettivo calo della domanda, fattori di ordine amministrativo-istituzionale e procedurali: i primi connessi soprattutto alla limitatezza dei fondi a disposizione dell'Istituto per l'attività di rifinanziamento in favore delle p.m.i., invero non sufficienti a far fronte alle istanze provenienti dall'universo delle imprese minori; i secondi da ricondurre invece alle iniziali difficoltà di interpretazione e applicazione della complessa normativa sulla prevenzione della delinquenza di stampo mafioso.

Rientrano senza alcun dubbio in tali accezioni sia l'andamento registrato nell'anno dagli interventi di liquidità effettuati a valere sulla legge n. 949/52 ove la flessione, ancorchè estremamente contenuta rispetto al precedente esercizio - 536 operazioni per 577 miliardi contro le 558 operazioni per 646 miliardi dell'89 - non è certo ascrivibile ad una domanda inferiore, sia il calo di attività accusato nell'anno dalla

legge Sabatini che, tuttavia, con le quasi 16.000 operazioni accolte per 3.219 miliardi di lire, non solo mostra di attestarsi sempre su valori di tutto rispetto ma continua anche a confermare tutta la sua attualità, e piena rispondenza alle esigenze di rinnovamento e di crescita dimensionale delle p.m.i., a poco più di un anno di distanza dalla realizzazione dello spazio unico europeo.

Sotto il profilo legislativo si deve invece annotare la situazione di sostanziale immobilismo che, ancora una volta, sembra contrassegnare l'ambito dei finanziamenti all'interno, dove si è sempre in attesa che il disegno di legge Righi-Battaglia possa concludere il suo tormentato iter parlamentare e porre così le basi affinché anche l'impresa minore italiana possa competere - se non in posizione di parità almeno in condizioni di non eccessiva penalizzazione - con le altre imprese europee.

Nè, d'altra parte, la produzione normativa che nel corso dell'anno ha interessato il comparto delle piccole e medie imprese è stata tale - per quantità, qualità e/o portata - da interrompere o quantomeno allentare quel circolo "non virtuoso" tra problemi che affliggono la categoria, ormai troppo a lungo rinviati, e pratica indisponibilità di politiche e strumenti alternativi capaci di avviarli a soluzione. Non bisogna infatti dimenticare che la quasi totalità dei provvedimenti legislativi preesistenti è da tempo inoperante (D.P.R. 902/76 e leggi nn. 95/76, 675/77 e 399/87) o necessita di profondi e significativi aggiustamenti (legge n. 46/82 e legge n. 64/86 in particolare) anche alla luce dell'atteggiamento sempre più rigoroso dell'Esecutivo comunitario nei confronti degli aiuti di stato e, in genere, di tutte quelle forme di sostegno pubblico alle imprese che possono falsare la libera concorrenza.

Ne consegue che la prima risposta da dare ai pressanti problemi, concreti e potenziali, dell'impresa minore italiana è di colmare al più presto l'attuale vuoto legislativo, conferendo alla stessa un quadro di riferimento certo e soprattutto più rispondente alle sue esigenze di

ammodernamento e di finanziamento. E, in questo senso, il testo unificato Righi-Battaglia sembra muoversi nella giusta direzione sia quando recupera allo strumentario della politica industriale le agevolazioni fiscali, anche se nella forma del credito d'imposta, finalizzandole al sostegno degli investimenti in ricerca e innovazione delle p.m.i., sia quando contempla tipologie nuove di intervento come i prestiti partecipativi già largamente sperimentati in Francia o prevede contributi per le società finanziarie per l'innovazione, introducendo così anche in Italia l'attività di venture capital.

Tuttavia, non basta varare un provvedimento, per quanto importante e urgente esso possa rivelarsi e in sintonia con analoghi dispositivi di altri paesi europei, per poter affermare di avere completamente sgombrato il campo dalla preoccupazione che il mercato unico europeo possa fare emergere un differenziale competitivo non favorevole al nostro sistema produttivo, in prevalenza basato sulla ridotta dimensione aziendale. Ciò, evidentemente, non sarebbe sufficiente.

Per rendere più agguerrite e competitive le nostre imprese minori occorre infatti non solo rendere operative tutte quelle altre iniziative legislative ancora sul tappeto - a cominciare dalla disciplina dell'insider trading, delle offerte pubbliche di acquisto (OPA), degli intermediari finanziari non bancari (leasing, factoring) e così via, fino ad arrivare alla istituzione e regolamentazione dei Fondi chiusi di investimento mobiliare e dei Fondi pensione, che dei primi sarebbero i diretti interlocutori - in quanto volte a creare, ciascuna per la propria parte, quel terreno fertile d'incontro tra domanda di capitali di rischio ed offerta, ma assicurare altresì un circuito coerente ed efficiente di intermediari bancari e non e, soprattutto, più solidi e duraturi momenti di raccordo tra politica industriale e politica per l'assicurazione e il finanziamento delle nostre attività sull'estero.

Con riguardo a quest'ultimo aspetto va intanto rilevato che l'insieme degli strumenti e delle politiche a supporto dei rapporti con l'estero delle nostre imprese è decisamente più esaustivo e rispondente

alle esigenze di quanto non sia dato riscontrare per l'interno. Basti in proposito accennare che tali rapporti sono retti e disciplinati da più di dieci anni a questa parte da una legge - la "227" del 24 maggio 1977 (o legge Ossola) - che, per quanto datata e per certi aspetti non più al passo con i tempi, mostra ancora un elevato grado di validità e un'ampia capacità complessiva di adeguamento alle mutate circostanze sia interne che internazionali. Né vanno poi dimenticati i provvedimenti di diretta derivazione dalla "227", quali la legge n. 394/81 per la penetrazione commerciale in paesi extracomunitari e la legge n. 49/87 per la cooperazione dell'Italia con in paesi in via di sviluppo, o quelli dalla stessa ispirati e promossi come la legge n. 83/89 sui consorzi per il commercio estero e il sostegno della piccola e media impresa esportatrice, la più volte citata legge n. 100/90 istitutiva della Simest S.p.A. nonchè la recentissima legge n. 19/91 per il Friuli-Venezia Giulia e parte del Veneto.

Una normativa dunque, quella della "227", per la quale è sicuramente utile parlare di revisione, di integrazione, di ulteriore sforzo di aggiornamento, specie alla luce delle nuove problematiche che i processi d'internazionalizzazione delle imprese e di globalizzazione dei mercati vanno delineando, e/o di riconduzione dell'intera disciplina per l'export, attualmente frazionata - come visto - in più leggi, sotto un unico testo, senza però con ciò voler significare la messa in discussione dell'intero impianto legislativo e la sua eventuale riformulazione su nuove basi.

E' in questa chiave, pertanto, che vanno lette ed esaminate con spirito costruttivo le proposte di modifica da più parti avanzate. Vi è infatti l'esigenza, come già si ebbe a dire in altre occasioni:

- di passare da un'ottica di sostegno, in prevalenza basata sulle esportazioni, ad un'ottica di intervento a tutto campo, estendentesi cioè a tutta la vasta gamma delle operazioni che caratterizza i nostri rapporti economici con l'estero: investimenti diretti all'estero; strutture di commercializzazione, promozione e ricerca di nuovi mercati; accordi di collaborazione industriale e tecnologica; consorzi

- tra imprese italiane e estere; offerta integrata di prodotti e servizi e quant'altro ancora (internazionalizzazione delle imprese in senso lato);
- di coordinare meglio e più efficacemente, a livello sia politico che amministrativo, i diversi soggetti a vario titolo coinvolti nella politica italiana per il commercio con l'estero ad evitare possibili ritardi e occasioni mancate di utili sinergie;
 - di operare per un maggior coinvolgimento dell'intero sistema bancario nel sostegno pubblico al commercio con l'estero, prevedendo ad esempio l'ammissibilità al contributo agli interessi anche per i crediti finanziari concessi dalle aziende di credito;
 - di instaurare un più solido e duraturo rapporto fra politica industriale e politica del commercio estero - che potremmo definire più appropriatamente politica per l'internazionalizzazione del nostro sistema produttivo - ciò al fine di accrescere il peso dei settori tecnologicamente avanzati e ad alta domanda e di migliorare la qualità complessiva delle nostre produzioni (politica della "ricerca e sviluppo" e dell'innovazione);
 - di intensificare l'informazione e l'assistenza soprattutto a favore delle piccole e medie imprese esportatrici.

In quest'ottica non è escluso che si possa pensare, in un futuro più o meno prossimo, anche ad una revisione della struttura e delle funzioni del nostro Istituto.

Al termine di queste brevi note sull'attività dell'Istituto nel corso del 1990 è nostro desiderio e motivo di compiacimento rivolgere, come ormai d'abitudine, un sentito ringraziamento al Personale per il contributo di professionalità e di impegno forniti anche nel presente esercizio.

1. IL FINANZIAMENTO AGEVOLATO DEI CREDITI ALL'ESPORTAZIONE
E L'ATTIVITA' DELL'ISTITUTO NEL CAMPO DELLA
COOPERAZIONE INTERNAZIONALE

PAGINA BIANCA

1.1 Il quadro economico di riferimento

Tre eventi hanno concorso nel modificare lo scenario economico internazionale nel 1990, incidendo in misura sensibile su aspettative e comportamenti degli operatori. La crisi del Golfo Persico innanzitutto, con le incertezze via via crescenti sull'esito del confronto politico-militare e sui possibili riflessi per la disponibilità ed i prezzi delle fonti di energia; la riunificazione delle due Germanie, con l'accelerazione impressa alle attività produttive all'interno e nell'area dei paesi comunitari; i progressi conseguiti nel processo di integrazione europea, con l'individuazione dei tempi e dei passi istituzionali necessari per la realizzazione dell'Unione economica e monetaria.

Questi avvenimenti si sono manifestati nel corso del 1990 insieme ad una attenuazione del ciclo espansivo degli investimenti privati determinando, per l'insieme dei paesi industriali, un rallentamento dei ritmi di crescita delle attività produttive e, al tempo stesso, una più accentuata diversificazione dei risultati economici tra i singoli paesi.

Secondo le valutazioni preliminari dell'OCSE il prodotto interno lordo per i paesi appartenenti all'area è aumentato del 2,8% nel 1990 dal 3,3% conseguito nel 1989.

Per effetto anche della decelerazione del commercio internazionale, più incisivo rispetto agli anni precedenti è risultato il contributo delle componenti interne della domanda alla formazione del reddito. La debolezza dei consumi e la stagnazione degli investimenti privati hanno così consentito negli Stati Uniti e nel Regno Unito tassi di crescita dell'economia pari all'1% mentre si è rafforzato ulteriormente il ciclo espansivo in Giappone (+5,5%) e in Germania (+4,6%). In una posizione intermedia si collocano invece Italia e Francia con variazioni del reddito intorno al 2-3%.

E' inoltre proseguita nel 1990 la tendenza verso un graduale riassorbimento degli squilibri dei conti con l'estero per i principali paesi industriali. Alla sensibile riduzione dei surplus delle partite correnti in Giappone (-35% in moneta nazionale rispetto al 1989)

e in Germania (-28%) è però corrisposta una flessione più contenuta del disavanzo statunitense (-13%).

La possibilità che la crisi del Golfo potesse innescare, direttamente attraverso l'aumento delle quotazioni del petrolio e indirettamente mediante l'alimentarsi di aspettative di inflazione, nuove tensioni sui prezzi ha costituito il motivo di maggiore preoccupazione delle autorità monetarie. L'accelerazione dei prezzi che si è effettivamente concretizzata nella seconda metà dell'anno si è progressivamente esaurita all'inizio del 1991, non senza riflettersi però in un aumento al 4,8% del tasso di variazione dei prezzi al consumo per i paesi OCSE in media nel 1990 dal 4,4% del 1989.

Per l'insieme dei paesi europei l'impatto sui prezzi interni derivante da un aumento del 30% delle quotazioni in dollari delle fonti di energia nel 1990 e del 7% per le materie prime non energetiche è stato sensibilmente attenuato dal contemporaneo deprezzamento della divisa statunitense. Nell'arco dei dodici mesi il dollaro ha infatti perso il 14% del suo valore rispetto al marco tedesco e al franco francese, il 13% nei confronti della lira italiana, l'8% sulla sterlina inglese, mentre si è rivalutato del 5% sullo yen giapponese. Il guadagno di ragioni di scambio per i paesi comunitari è risultato consistente, a prezzo però di una caduta di competitività dei prodotti europei sul mercato statunitense e sui mercati dei paesi in via di sviluppo, dove maggiore è la sostituibilità tra produzioni europee e americane in funzione dei prezzi offerti.

Il comportamento dei mercati dei cambi ha d'altro lato risentito dei mutamenti intervenuti nella conduzione delle politiche monetarie. Le autorità statunitensi hanno contrastato i sintomi di recessione, che si sono susseguiti con intensità crescente sul finire dell'anno, mediante una riduzione graduale dei tassi d'interesse di mercato, riduzione confermata dalla diminuzione al 6,5% del tasso di sconto in dicembre e al 6% all'inizio del 1991. In Germania per contro, i timori per una crescita eccessiva della domanda interna e per il riacutizzarsi dell'inflazione hanno indotto la Bundesbank ad accentuare il grado di restrizione della politica monetaria. Alla fine del 1990 i tassi tedeschi a breve termine avevano raggiunto i livelli prevalenti nei primi anni