

# **BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

## **QUARANTASEIESIMA RELAZIONE ANNUALE**

**1° APRILE 1975 – 31 MARZO 1976**

**BASILEA**

**14 giugno 1976**

## INDICE

	Pagina
Introduzione . . . . .	1
I. Rassegna delle tendenze economiche: 1975-76 . . . . .	3
Dalla recessione alla ripresa: la storia di un successo (p. 3); difficoltà all'orizzonte? (p. 5); differenti linee d'azione (p. 6).	
II. Recessione e ripresa economica nei paesi industriali dell'occidente . . . . .	9
Le fluttuazioni della produzione industriale negli anni 1974-76 (p. 10); la continuità dello sviluppo all'esterno dell'area dell'OCSE (p. 13); il ruolo della domanda per consumi, delle politiche economiche e dell'aggiustamento delle scorte nell'inversione ciclica e nella ripresa (p. 14); <i>il risveglio della spesa per consumi (p. 14), gli stimoli delle politiche economiche sulla domanda aggregata (p. 17), variazioni delle scorte e commercio internazionale (p. 20)</i> ; le prospettive della ripresa ed il ruolo degli investimenti delle imprese (p. 20).	
III. Inflazione e politica monetaria. . . . .	25
Il recente andamento dell'inflazione dei prezzi (p. 25); fattori determinanti il rallentamento dell'inflazione (p. 27); <i>prezzi internazionali delle materie prime (p. 28), salari nominali, costi salariali unitari e margini di profitto (p. 29)</i> ; priorità nelle politiche e interazione tra inflazione e tassi di cambio (p. 31); il problema in vista (p. 33); il ruolo della politica monetaria (p. 34); <i>indirizzi seguiti nella gestione quantitativa della moneta (p. 36), problemi di controllo monetario (p. 38)</i> .	
IV. Mercati nazionali del credito e dei capitali . . . . .	42
I mutamenti nella struttura dei flussi finanziari tra settori (p. 42); finanziamento del settore delle imprese (p. 43); attività e passività finanziarie delle famiglie (p. 46); il finanziamento del fabbisogno del settore pubblico (p. 48); andamento comparato dei saggi d'interesse (p. 49); l'andamento nei principali mercati: <i>Stati Uniti (p. 52), Germania (p. 54), Giappone (p. 55), Regno Unito (p. 56), Francia (p. 57), Italia (p. 57)</i> .	
V. Scambi e pagamenti internazionali . . . . .	59
Commercio mondiale (p. 60); le bilance dei pagamenti: <i>Stati Uniti (p. 65), Italia (p. 67), Francia (p. 67), Giappone (p. 68), Regno Unito (p. 69), Svizzera (p. 69), Germania (p. 70), Canada e Svezia (p. 70), Unione Belgio-Lussemburgo e Paesi Bassi (p. 71)</i> ; contropartite finanziarie delle eccedenze e dei disavanzi: <i>paesi industriali (p. 71), paesi esportatori di petrolio (p. 77), paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio (p. 78)</i> .	

VI. Mercati internazionali del credito e dei capitali. . . . . 79

Principali fattori in atto sui mercati internazionali (p. 80); il mercato delle eurovalute: i dati rilevanti (p. 82); il mercato delle eurovalute: fonti e impieghi (p. 87); l'attività internazionale complessiva delle banche (p. 89); i saggi d'interesse (p. 94); il mercato internazionale delle obbligazioni (p. 96).

VII. La scena monetaria internazionale . . . . . 101

Andamenti dei tassi di cambio (p. 101): *le fluttuazioni dei tassi effettivi di cambio nel 1975-76* (p. 101), *la fluttuazione congiunta delle monete europee* (p. 104), *la fluttuazione in una prospettiva a più lungo termine* (p. 106), *cambi fluttuanti e saggi d'interesse* (p. 109); riserve globali (p. 111); produzione e mercato dell'oro (p. 115); il sistema monetario internazionale (p. 118).

VIII. Attività della Banca . . . . . 124

Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 124); operazioni del Dipartimento bancario (p. 125): *passivo (composizione delle risorse)* (p. 126), *attivo (utilizzo delle risorse)* (p. 129); le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali (p. 131); la Banca come Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio (p. 133); la Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (p. 134); distribuzione dell'utile netto (p. 135); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (p. 136).

Conclusioni . . . . . 138

\* \*  
\*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1976.

## ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati da un asterisco)

	Pagina
<b>Recessione e ripresa economica nei paesi industriali dell'occidente</b>	
Andamenti ciclici della produzione industriale* . . . . .	11
Recessione e ripresa nella produzione industriale . . . . .	12
Contributo delle variazioni nelle componenti della domanda alle variazioni del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti . . . . .	15
Rapporto fra risparmio e reddito disponibile delle famiglie . . . . .	16
Tassi medi di disoccupazione . . . . .	21
Andamento a prezzi costanti degli investimenti fissi* . . . . .	22
<b>Inflazione e politica monetaria</b>	
Prezzi e salari* . . . . .	26
Prezzi al consumo . . . . .	27
Prezzi delle materie prime sul mercato mondiale* . . . . .	28
Salari nell'industria . . . . .	29
Correlazione tra variazioni dei tassi di cambio effettivi e alcune categorie di prezzi* . . . . .	32
Offerta di moneta e prezzi al consumo* . . . . .	35
Raffronto dell'espansione "reale" della moneta nelle fasi di recessione e di ripresa di due cicli . . . . .	36
Sistema bancario: analisi monetaria . . . . .	39
<b> Mercati nazionali del credito e dei capitali</b>	
Avanzi e disavanzi finanziari per settore* . . . . .	44
Componenti della formazione di attività finanziarie del settore famiglie . . . . .	47
Finanziamento dell'amministrazione centrale . . . . .	48
Saggi d'interesse a breve e a lungo termine* . . . . .	50
Stati Uniti: Utilizzi e fonti dei mezzi finanziari del mercato creditizio . . . . .	53
Germania: Indebitamento e concessione di crediti dei settori non finanziari . . . . .	55

## Scambi e pagamenti internazionali

Commercio mondiale . . . . .	60
Paesi industriali: produzione industriale, volume del commercio con l'estero e ragioni di scambio. 1972-75* . . . . .	61
Esportazioni dei paesi industriali verso i paesi OPEC e verso i paesi ad economia pianificata . . . . .	62
Transazioni internazionali di parte corrente . . . . .	64
Paesi industriali: Bilance dei pagamenti . . . . .	66
Paesi industriali: Posizioni monetarie verso l'estero . . . . .	73
Paesi esportatori di petrolio: impieghi delle eccedenze (stime) . . . . .	77

## Mercati internazionali del credito e dei capitali

Attività e passività verso l'estero, in valute nazionale ed estere delle banche nei singoli paesi dichiaranti, negli Stati Uniti, nell'area dei Caraibi e a Singapore . . . . .	83
Attività e passività verso l'estero, in dollari e in altre valute estere delle banche nei singoli paesi dichiaranti e nell'area dei Caraibi . . . . .	84
Posizioni sull'estero delle banche europee dichiaranti, in dollari e in altre valute estere	86
Fonti e impieghi dei fondi dell'euromercato. Stime. . . . .	88
Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta estera, delle banche del Gruppo dei Dieci e della Svizzera e delle filiali estere di banche USA nell'area dei Caraibi e nell'Estremo Oriente. . . . .	90/91
Saggi interbancari sui depositi in eurovaluta a tre mesi e differenziali rispetto ai saggi interni* . . . . .	94
Saggi sui depositi in eurodollari e rendimenti delle obbligazioni in eurodollari* . . . . .	95
Emissioni obbligazionarie internazionali . . . . .	96
Rendimenti sulle emissioni internazionali ed interne di obbligazioni in dollari USA e DM* . . . . .	99

## La scena monetaria internazionale

Variazioni effettive post-smithsoniane dei tassi di cambio* . . . . .	102
Fluttuazione congiunta delle monete europee e fluttuazione indipendente del franco svizzero rispetto al dollaro USA* . . . . .	105
Alcuni paesi industriali: variazioni nei tassi di cambio effettivi nei prezzi e costi relativi, e nei saldi di parte corrente delle bilance dei pagamenti. Anni 1970-76* . . . . .	108
Dollaro USA e marco tedesco: andamento del tasso di cambio e differenziali dei saggi di interesse; 1973-76* . . . . .	110
Variazioni nelle riserve globali, 1973-75 . . . . .	112
Produzione mondiale di oro . . . . .	115
Fonti e usi dell'oro. Stime . . . . .	117
Prezzi di mercato dell'oro* . . . . .	117

## Attività della Banca

Totali di bilancio negli ultimi dieci esercizi finanziari . . . . .	126
Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi dieci esercizi finanziari . . .	126
Origine delle risorse ricevute in prestito . . . . .	128
Scadenza e natura delle risorse ricevute in prestito . . . . .	129
Composizione delle attività a vista e di altri investimenti . . . . .	129
Depositi vincolati e prestiti e Titoli a termine, suddivisi per scadenza . . . . .	131
Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (Prestito Young) . . . . .	132
Prestito internazionale del governo austriaco 1930 . . . . .	132
Prestiti garantiti della CECA . . . . .	133

# QUARANTASEIESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea, il 14 giugno 1976.

Signori,

ho l'onore di presentare la quarantaseiesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1975 e terminato il 31 marzo 1976.

Dopo il trasferimento di franchi oro 5.588.025 all'"Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione", l'utile netto dell'esercizio finanziario ammonta a franchi oro 178.876.749 a fronte di franchi oro 182.063.281 del precedente esercizio e di franchi oro 145.063.281 dell'esercizio 1973-74.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto (emendato nel luglio 1975) l'Assemblea Generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 47.876.749 al pagamento del dividendo, pari a 100 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 52.400.000 al Fondo di riserva generale, e il residuo di franchi oro 78.600.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1975-76 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1976.

Il Capitolo I introduce la Relazione con una rassegna delle tendenze e delle politiche economiche nel contesto della più acuta recessione mondiale del periodo postbellico, nonché della diffusa ripresa che pare ora essersi ben avviata. Il Capitolo II tratta più da vicino l'andamento del ciclo economico, mentre il Capitolo III esamina i progressi compiuti nel domare l'inflazione ed il ruolo avutovi dalla politica monetaria. Il Capitolo IV prosegue analizzando l'impatto di tali sviluppi sui mercati nazionali del credito e dei capitali. Con un ritorno alla scena internazionale, il Capitolo V descrive l'evoluzione degli scambi e dei pagamenti, a cui fa seguito nel Capitolo VI un resoconto degli sviluppi nei mercati internazionali del credito e dei capitali, con particolare riferimento agli euromercati. Nel Capitolo VII l'attenzione si concentra sui problemi riguardanti i mercati dei cambi, i tassi fluttuanti, le riserve globali, l'oro e la riforma monetaria. Il Capitolo VIII tratta infine delle attività della Banca nel corso dell'anno finanziario e si conclude con il Bilancio d'esercizio ed i risultati di gestione.



## I. RASSEGNA DELLE TENDENZE ECONOMICHE

1975-76.

Due temi di carattere generale ricorrono nella presente Relazione. Il primo è che la profonda recessione che ha colpito i paesi industriali nel 1974-75 e la ripresa ampiamente diffusa che sta ora seguendo abbiano risolto alcuni dei problemi più immediati che solo un anno fa apparivano intrattabili. Le economie di mercato hanno dimostrato una capacità di recupero e una flessibilità superiori a quanto osassero sperare persino i loro più fedeli sostenitori. Ciò dovrebbe indurre ad una certa umiltà i pronosticatori e infondere coraggio ai responsabili della politica economica. In effetti, se il secondo assunto di questa Relazione è corretto, di coraggio essi ne avranno bisogno. Si sostiene infatti che né la recessione, né l'attuale ripresa hanno risolto i più importanti problemi di fondo, essendo esse semplicemente riuscite a contenerli o ad occultarli. L'ora della verità per le politiche economiche si presenterà quando la ripresa avrà acquistato slancio ed emergeranno nuove tensioni. A questo riguardo alcuni paesi sembrano avere maggiori probabilità di altri di farvi fronte con successo.

### **Dalla recessione alla ripresa: la storia di un successo.**

I tratti distintivi della recessione e della ripresa sono delineati nel Capitolo II. La recessione del 1974-75 è stata la più lunga e la più acuta fra quelle sperimentate dall'epoca della Grande Depressione. Ma è ormai evidente che la maggior parte dei paesi industriali sta attraversando una fase di vigoroso recupero congiunturale che, per molti aspetti, sembra ricalcare alquanto fedelmente gli schemi tradizionali. Dopo che l'agire combinato dell'inflazione e della recessione aveva inferito un duro colpo alla fiducia, presso gli imprenditori e i consumatori si è ben presto restaurato un clima di ottimismo e la ripresa sembra evolversi secondo linee piuttosto ortodosse. Questi favorevoli sviluppi sono in gran parte dovuti all'azione delle autorità, che hanno adottato con successo i provvedimenti necessari ad evitare che la recessione degenerasse in depressione. Come risultato, i maggiori paesi che sono alla testa della ripresa — ossia Stati Uniti, Germania e Francia — hanno riguadagnato in termini reali i livelli del PNL anteriori alla recessione. Taluni settori industriali — ad esempio quello automobilistico — le cui prospettive solo nove mesi fa apparivano alquanto fosche — hanno ripreso un forte slancio. La disoccupazione, è vero, permane a livelli preoccupanti, ma ha cessato di salire, e recentemente è persino diminuita in un certo numero di paesi. E' altrettanto vero che la ripresa non ha ancora abbracciato tutti i settori (le industrie dei beni strumentali non si sono infatti ancora messe al passo), ma ciò è comprensibile dopo una recessione tanto grave. Né il grado di ripresa appare uguale in tutti i paesi industriali. Nondimeno, occorrerebbe essere non poco pessimisti per ritenere che la simultanea ripresa ora in atto in tutti i principali paesi industriali si arresti a metà strada.

Frattanto, il tasso di inflazione è sensibilmente rallentato (Capitolo III). Nella primavera di quest'anno il tasso di incremento dei prezzi al consumo, sull'arco di dodici mesi, era stato abbassato a circa il 2,5 % in Svizzera, al 5-6 % negli Stati Uniti e Germania, e intorno all'8-11 % nella maggior parte degli altri paesi. Anche nel

Regno Unito gli sviluppi recenti lasciano supporre che il mostro dell'inflazione a due cifre stia ritirandosi. Per contro, in Italia, dall'inizio dell'anno le prospettive circa l'inflazione hanno subito una svolta preoccupante. In alcuni maggiori paesi l'espansione dell'offerta di moneta, sebbene acceleratasi a partire dalla metà del 1975, è stata relativamente lenta durante la recessione e nella fase iniziale della ripresa, e ciò induce a pensare che dagli eccessi inflazionistici del precedente ciclo economico sia stato tratto l'opportuno ammaestramento.

In presenza di condizioni prossime alla crisi in molti settori economici, l'andamento dei mercati nazionali del credito e dei capitali (Capitolo IV) è stato particolarmente calmo. Fino alla primavera i saggi d'interesse hanno continuato a calare o sono rimasti tutt'al più stabili, e ciò a un anno di distanza dal punto di minimo del ciclo economico. Tuttavia, i saggi sono aumentati fortemente in alcuni dei paesi colpiti dalle perturbazioni valutarie dei primi mesi del 1976 e, da allora si sono stabilizzati in modo più generale. La "normale" relazione tra saggi a breve e a lungo termine è tornata a costituire la regola, contribuendo a restaurare un prospero mercato dei capitali a lungo termine. Traendo beneficio da ciò, le imprese sono riuscite a migliorare la loro struttura debitoria. L'ingente aumento del disavanzo del settore pubblico non sembra aver finora prodotto alcun effetto di "estromissione" dal mercato creditizio; in realtà, essendosi verificato un brusco calo netto della domanda di credito del settore delle imprese, esso ha potuto essere facilmente finanziato attraverso il rilevante incremento del risparmio delle famiglie.

Gli scambi e i pagamenti internazionali (Capitolo V) hanno subito turbamenti assai minori di quanto si avesse ragione di temere. E' vero che, sotto l'impatto della recessione nei paesi industriali, il volume degli scambi internazionali ha avuto un calo per la prima volta dalla guerra. Tuttavia, con il rilancio dell'attività economica, il volume degli scambi sembra essersi notevolmente ripreso dall'autunno del 1975. Ma un elemento ancor più importante è che gli squilibri delle bilance dei pagamenti hanno avuto la tendenza a diminuire ed il loro finanziamento è risultato problema non insormontabile. Nel 1975 l'avanzo di parte corrente dell'area dell'OPEC si è quasi dimezzato rispetto al 1974; l'ampio disavanzo dei paesi industriali considerati complessivamente è praticamente scomparso (almeno fino all'autunno), e il disavanzo dei paesi meno sviluppati non produttori di petrolio ha potuto essere finanziato più facilmente di quanto previsto, in larga misura grazie alla forte espansione del credito bancario internazionale.

Lo sviluppo del credito bancario internazionale (Capitolo VI) è stato eccezionale almeno per due aspetti. In primo luogo, le banche commerciali hanno concesso larghi crediti ai paesi meno sviluppati e ad altri paesi deficitari, sia attraverso il mercato delle eurovalute sia attingendo al mercato interno. Sommandosi ai precedenti crediti concessi principalmente ai paesi industriali, ciò ha comportato una crescente partecipazione delle aziende di credito al finanziamento delle bilance dei pagamenti. In secondo luogo, nonostante le preoccupazioni espresse in merito alla proliferazione di questo tipo di assunzione di rischi, le banche commerciali hanno avuto nel complesso risultati molto migliori nel 1975-76 che non nel 1974. Le loro attività nette e i loro profitti sono aumentati, sebbene permangano preoccupazioni circa la struttura dei loro bilanci.

Sulla scena monetaria internazionale dello scorso anno (Capitolo VII) gli ottimisti di natura possono persino rilevare alcuni sviluppi soddisfacenti. Durante l'e-

state il dollaro USA ha recuperato parte del terreno perso tra l'inizio del 1974 e la primavera del 1975, e da allora si è mantenuto relativamente stabile sia in termini di tasso di cambio effettivo, sia rispetto alle monete del "serpente". Inoltre, a Washington, a Rambouillet e alla Giamaica, sono stati raggiunti accordi su diverse questioni concernenti il sistema monetario internazionale. Anche se tali accordi possono difficilmente essere definiti una "riforma", essi hanno almeno il merito di aver adeguato lo statuto del FMI alle realtà di fatto.

### **Difficoltà all'orizzonte?**

Una tale ottimistica visione delle attuali tendenze economiche trascura tuttavia molti dei problemi di fondo analizzati nei vari capitoli della presente Relazione.

Già parecchio tempo prima dell'ultima recessione, nei principali paesi industriali il *trend* di crescita in termini reali della produzione era andato flettendosi, e ancor più quello della formazione di capitale fisso. Nonostante il rilancio dell'attività produttiva, i tassi di disoccupazione sembrano scendere solo lentamente da livelli socialmente inaccettabili. Le imprese non hanno ancora dimostrato nessun particolare entusiasmo nell'aumentare gli investimenti e tutte le proiezioni economiche prevedono il perdurare di elevati tassi di disoccupazione. In tutti i paesi (ad eccezione della Svizzera) il tasso di inflazione, sebbene inferiore rispetto ad un anno fa, è molto più elevato che in analoghe fasi di precedenti cicli economici. Considerata la gravità della recessione, i prezzi delle materie prime (specie i generi alimentari) hanno avuto nel complesso la tendenza a rimanere elevati e da un certo tempo sono nuovamente in fase di ascesa. I salari, anche se stanno aumentando più lentamente, continuano a sopravanzare l'atteso tasso di incremento della produttività. Il considerevole aumento dei disavanzi del settore pubblico nel 1974-75 è soprattutto imputabile alla recessione; in alcuni paesi tale aumento si è sovrapposto tuttavia ad una tendenza sfavorevole in atto già da alcuni anni. La recessione ha permesso di finanziare questi disavanzi senza un'eccessiva espansione dell'offerta di moneta. Le autorità monetarie saranno tuttavia in grado di mantenere ancora un atteggiamento di moderazione quando le richieste di finanziamento da parte delle imprese cominceranno a salire?

A livello economico internazionale, le bilance delle partite correnti dei principali paesi industriali hanno cominciato a deteriorarsi in concomitanza con la ripresa economica. Ciò mette in evidenza la natura precaria dell'equilibrio raggiunto nel primo semestre del 1975. Al tempo stesso, è poco probabile che molti fra i paesi meno sviluppati non produttori di petrolio possano beneficiare di un aumento delle esportazioni sufficiente a controbilanciare i rincari dei combustibili, dei generi alimentari e dei prodotti industriali importati. Il finanziamento degli squilibri nei pagamenti è finora proseguito agevolmente, in buona parte grazie a sussidi e prestiti ufficiali, ma anche, in misura sostanziale, al credito bancario. Fino a che punto però ci si può attendere che le banche commerciali continuino ad adempiere questa funzione? Ed inoltre, il loro crescente impegno nel finanziare i paesi va considerato positivamente? Per quanto riguarda i tassi di cambio, la relativa stabilità del dollaro va contrapposta alle serie perturbazioni che hanno interessato l'Europa nei primi mesi del 1976, con la brusca caduta della lira, il calo della sterlina e l'uscita del franco francese dal "serpente". In Europa l'andamento divergente dei tassi di cambio rivela l'esistenza di profondi squilibri tra i paesi, e nello stesso tempo solleva seri dubbi circa la possi-

bilità di correggerli attraverso apprezzamenti e deprezzamenti delle valute. Per quanto riguarda la stabilità relativa del tasso di cambio dollaro-marco tedesco a partire dall'estate scorsa, sarà necessario un periodo di tempo molto più lungo per poterla verificare appieno. Da un punto di vista più generale, se da un lato gli accordi di Washington e della Giamaica hanno posto formalmente fine al sistema di Bretton Woods, essi non hanno d'altra parte fornito un nuovo complesso di norme realmente vincolanti in materia di aggiustamento e di finanziamento delle bilance dei pagamenti. Il persistente stato di confusione è ampiamente dimostrato dal fatto che gli interventi delle banche centrali nel 1975-76 hanno raggiunto proporzioni che rievocano i vecchi tempi dei tassi di cambio fissi. E che cosa si è ottenuto?

In larga misura non vi è naturalmente contraddizione tra l'interpretazione ottimistica dei recenti sviluppi e un atteggiamento più preoccupato verso i problemi di fondo ancora irrisolti. Da un lato l'ottimismo deriva, ed è giustificato, dal fatto che i paesi industriali hanno dimostrato una notevole capacità nel districarsi dalla difficile recessione e nell'ottenere un certo successo nella lotta contro l'inflazione. D'altro canto, i problemi irrisolti sono di natura tale per cui si può prevedere che essi riemergano man mano che la ripresa procederà. Si può anche osservare che solo un anno fa i responsabili della politica economica sarebbero stati per la maggior parte ben lieti di dover affrontare problemi sollevati da una ripresa che allora appariva ancora molto remota.

Tuttavia, i contrasti che si possono cogliere nelle attuali tendenze economiche non sono una semplice questione di prospettiva temporale. I capitoli che seguono cercano di dimostrare come la caratteristica più saliente dello scorso anno sia stata la crescente disparità di comportamento tra i principali paesi industriali, tanto nelle loro politiche, quanto nell'effettivo andamento delle loro economie. Pertanto, ogni descrizione di carattere generale deve tener conto di queste divergenti tendenze.

#### **Differenti linee d'azione.**

Tutti i paesi industriali del mondo occidentale hanno dovuto affrontare, dalla fine degli anni Sessanta, una serie di problemi comuni, di cui l'ultimo e più improvviso costituito dal forte rincaro del petrolio e delle materie prime nel 1973-74, che ha dato luogo ad un netto deterioramento delle ragioni di scambio dei paesi industriali. Queste, pur essendo migliorate leggermente nel 1975 rispetto alle punte minime registrate nel secondo trimestre del 1974, alla fine del 1975 rimanevano pur sempre meno favorevoli di circa il 10-12% rispetto alla situazione di metà 1973.

Sarebbe errato, tuttavia, concentrare l'attenzione esclusivamente su questo *shock* esterno, perché forze dirompenti erano già in atto da qualche tempo. Fra queste, la più evidente è stata l'inflazione; la più importante tuttavia, e quella che probabilmente è alla base di molte difficoltà, compresa l'inflazione, è costituita da un graduale, ma fondamentale mutamento nella struttura dello sviluppo e della distribuzione del reddito. Per cause non facilmente individuabili molti mutamenti fra di loro connessi hanno iniziato a verificarsi tra la fine degli anni Sessanta e l'inizio degli anni Settanta: un calo nel tasso di rendimento reale del capitale; un aumento, nel reddito nazionale, della quota costituita da salari e stipendi a scapito di quella dei profitti; un andamento al ribasso degli investimenti fissi delle imprese; una crescente quota della pubblica amministrazione nella formazione del PNL; una decelerazione nell'incremento della capacità produttiva e quindi, dello stesso sviluppo in termini reali.

Nondimeno, in questo periodo le crescenti aspirazioni in termini di reddito reale e il legittimo desiderio di salvaguardare i livelli di occupazione hanno spinto i governi ad intraprendere politiche monetarie e fiscali espansive all'apparire del minimo segno di ristagno nella domanda. Durante la moderata recessione del 1971-72, ad esempio, molti paesi adottarono contemporaneamente provvedimenti di forte incentivazione alla creazione di moneta e all'aumento della spesa, in apparenza ignari del fatto che la crescita della capacità produttiva era già rallentata. Ne sono risultati un'inflazione mondiale, disordini sui mercati dei capitali a breve e a lungo termine e, alla fine, una grave recessione con elevati tassi di disoccupazione. L'impennata dei prezzi del petrolio e delle materie prime, accelerando l'inflazione da costi e scoraggiando contemporaneamente la domanda, ha aggiunto nuovo slancio sia all'aumento dei prezzi sia alla recessione; essa tuttavia non ne è stata il primo motore.

Nel frattempo è crollato il sistema monetario internazionale ereditato da Bretton Woods; il dollaro USA, sopravvalutato rispetto alle altre monete e all'oro, era divenuto incapace di svolgere il ruolo incontestato di moneta di riserva internazionale. I difficili aggiustamenti degli anni Settanta hanno dovuto essere attuati in un contesto nel quale la fluttuazione dei cambi, unita alla possibilità di facile accesso ai mercati internazionali del credito, ha lasciato ai singoli paesi un'ampia libertà nello "scegliere" il tipo di politica da adottare. Tali adattamenti delle politiche, hanno dovuto inoltre essere attuati di fronte alla triplice sfida di un mutato schema di sviluppo, del forte rincaro del petrolio e delle materie prime e dell'assenza di norme concordate per regolare il processo di aggiustamento internazionale.

Le "scelte" hanno differito notevolmente da paese a paese, secondo la tradizione, la struttura sociale e l'organizzazione politica di ciascuno. Ad un'estremità dello spettro di paesi sono la Germania, la Svizzera, gli Stati Uniti e forse il Giappone. Sarebbe senza dubbio avventato sostenere che questi paesi hanno effettivamente risolto i loro problemi fondamentali; è chiaro comunque che su questa via, essi hanno compiuto maggiori progressi degli altri. All'origine vi è per tutti e quattro la decisione di porre sin da principio l'accento sulla lotta contro l'inflazione, anche a rischio di condurre se stessi, e il mondo, verso la recessione e verso un elevato livello di disoccupazione. Nei successivi due anni gli accordi salariali hanno portato ad una flessione nei salari contrattuali reali negli Stati Uniti e ad aumenti appena moderati in Germania, in Svizzera e in Giappone. I saggi d'inflazione sono stati fortemente ridotti, soprattutto come conseguenza diretta delle politiche perseguite all'interno ma, nel caso della Germania e della Svizzera, anche per effetto dell'apprezzamento delle rispettive monete. I saggi di interesse in termini reali sono divenuti positivi e i mercati dei capitali e del credito sono tornati alla normalità. Come ultimo ma non meno importante fattore v'è il permanere di un atteggiamento improntato a cautela: tutti e quattro i paesi sembrano decisi ad ottenere una cospicua riduzione nel disavanzo del settore pubblico. Non è forse neanche casuale il fatto che tre fra questi paesi, ossia Germania, Svizzera e Stati Uniti (un quarto è rappresentato dal Canada) abbiano posto, e annunciato pubblicamente, obiettivi espliciti per l'espansione degli aggregati monetari. Parimenti non è accidentale il fatto che Germania, Giappone e Stati Uniti fossero in buona posizione per condurre il mondo fuori dalla recessione.

In effetti, essi sono ben in grado di farlo: non solo vantano posizioni verso l'estero relativamente solide, ma si avviano ad un recupero dell'attività economica in condizioni tali da giustificare una certa speranza che la ripresa non si risol-

verà in una bolla di sapone. Finora gli accordi salariali si sono mantenuti su livelli moderati e l'aumento dei profitti e del *cash-flow* aziendale è divenuto una realtà o, quantomeno, un obiettivo riconosciuto, e le situazioni di bilancio delle imprese e delle banche sono migliorate. In breve, vi è la speranza, anche se non ancora la certezza, che possa realizzarsi un aumento non inflazionistico degli investimenti fissi, con conseguente assorbimento di disoccupazione.

All'estremità opposta si collocano quei paesi i cui tassi di inflazione permangono ben al di sopra del 10%, le cui partite correnti registrano ancora o di nuovo forti disavanzi e le cui monete sono soggette a deprezzamento. Fra questi, l'Italia e il Regno Unito sono gli esempi più evidenti. È significativo il fatto che sia in Italia sia nel Regno Unito il disavanzo del settore pubblico presenti già da alcuni anni una tendenza ascendente e non sia quindi imputabile esclusivamente alla recessione. Ove si considerino gli ultimi anni, risulta che in entrambi i paesi la fluttuazione verso il basso è divenuta parte di un circolo vizioso piuttosto che di un processo di aggiustamento. L'esempio di questi paesi mostra chiaramente che se da un lato la fluttuazione (anche se verso il basso) può risultare inevitabile nelle attuali circostanze, essa non dà ai paesi la libertà di trascurare gli aggiustamenti reali interni se essi vogliono sradicare l'inflazione e ristabilire l'equilibrio dei conti con l'estero. E la recentissima esperienza del Regno Unito mostra quanto sia difficile spezzare questo circolo vizioso, anche qualora sia il governo sia l'opinione pubblica si siano resi conto della necessità di farlo e siano rispettivamente pronti a prendere e ad accettare drastici provvedimenti di politica economica.

Mentre in questi due grandi paesi il problema dell'inflazione è più radicato, un certo numero di altri paesi industriali sembra trovarsi in posizione intermedia rispetto ai due estremi. Per quanto essi abbiano fatto in genere progressi nel ridurre i loro tassi d'inflazione, sia i salari sia i prezzi stanno ancora crescendo ad un ritmo spiacevolmente elevato. Nella primavera del 1976 in gran parte degli altri paesi, fra cui Benelux, Canada, Francia e Svezia, il tasso di aumento dei prezzi su dodici mesi è oscillato entro l'8 e l'11%, mentre gli aumenti salariali si collocavano fra il 13 e il 16%.

Sembra quindi che i paesi industriali abbiano reagito in modo molto diverso di fronte al deterioramento delle loro ragioni di scambio e ai mutamenti intervenuti nella struttura dello sviluppo e nella distribuzione del reddito. Per di più, è difficile valutare con una certa precisione quali paesi siano in effetti riusciti ad attuare il necessario aggiustamento reale, e tale dubbio vale anche per quei paesi che, in base all'esperienza più recente, sembrano aver conseguito risultati migliori degli altri. Questa incertezza nella valutazione dipende dal fatto che la recessione ha riequilibrato le bilance delle partite correnti e ha rallentato il processo inflazionistico. Ma, con l'avanzare della ripresa, riappariranno i problemi reali di aggiustamento, chiaramente avvertiti da molti paesi nel 1974, ma temporaneamente occultati dalla recessione.

Le differenti linee di condotta nei principali paesi industriali, così vividamente riflesse dall'andamento dei tassi di cambio, dovrebbero essere motivo di preoccupata attenzione per l'opinione pubblica e per i responsabili della politica economica; e ciò non solo in quei paesi catturati nel circolo vizioso dell'inflazione e della svalutazione ma anche nel contesto internazionale. È infatti difficile immaginare come alcuni paesi possano prosperare quando altri si trovano di fronte alla prospettiva di un grave disgregamento della loro vita economica.

## II. RECESSIONE E RIPRESA ECONOMICA NEI PAESI INDUSTRIALI DELL'OCCIDENTE.

I paesi industriali dell'area occidentale si trovano attualmente ben incamminati sulla via della ripresa economica, dopo aver sperimentato la peggiore recessione dagli anni Trenta.

Dopo il periodo di vigoroso *boom* degli anni 1972 e 1973, il precipitoso calo dell'attività economica dalla fine del 1973 fino a 1975 inoltrato aveva avuto, in termini di produzione industriale, di PNL reale e di livelli d'occupazione, proporzioni chiaramente maggiori ad ogni altro declino del periodo postbellico. La fase discendente si era per giunta protratta per un periodo di tempo generalmente doppio rispetto alle precedenti recessioni del dopoguerra. La sua insolita portata era dipesa da una combinazione di numerosi fattori già trattati nella Relazione dello scorso anno: il sincronismo del *boom*, causa di strozzature a livello mondiale e di scarsità relativamente all'energia e alle materie prime; le forti e persistenti spinte inflazionistiche, che avevano prodotto distorsioni reali e finanziarie, nonché rapidi disinvestimenti in scorte e una brusca flessione nella formazione di capitale fisso; l'impatto deflazionistico conseguente all'impennata dei prezzi delle materie prime e al costo quadruplicato del petrolio; gli effetti cumulativi di politiche monetarie e fiscali restrittive volte a ridurre i tassi di inflazione a livelli più accettabili. Una volta messo in moto il processo recessivo, il forte aumento della disoccupazione e l'erosione delle attività finanziarie ad opera dell'inflazione hanno determinato un aumento inatteso dei tassi di propensione al risparmio del settore famiglie, che ha di per sé accelerato il movimento recessivo ben oltre ogni previsione di parte ufficiale o privata.

Non desta meraviglia quindi che agli inizi del 1975 in tutti i paesi industriali del mondo occidentale prevalessero toni di cupo pessimismo. La caduta vertiginosa dei saggi di profitto, accompagnatasi ad un crescente sottoutilizzo di capacità produttiva, aveva fortemente scosso la fiducia imprenditoriale. Gli alti livelli di disoccupazione, soprattutto fra i giovani e in particolari settori, avevano prodotto comprensibili inquietudini. Inoltre, il permanere di elevati tassi di inflazione — fatto questo difficilmente conciliabile, secondo gli schemi del pensiero economico tradizionale, con la decrescente utilizzazione delle risorse — aveva reso difficile un allentamento della condotta antinflazionistica da parte delle autorità, e praticamente impossibile l'avvio di attive politiche di stimolo, fintantoché non vi fossero chiari indizi di una diminuita pressione inflazionistica. Tutto ciò induceva a formulare fosche previsioni. Alcuni osservatori si attendevano il perdurare e l'aggravarsi della recessione; altri hanno addirittura parlato di depressione mondiale e di crisi del capitalismo.

Ora sappiamo che la svolta ascendente ha pressoché coinciso con il momento di massimo pessimismo. Misurata in termini di produzione industriale, la ripresa ha avuto avvio nella primavera del 1975 in Giappone e negli Stati Uniti e nell'estate dello stesso anno in Germania; da questi paesi essa è andata gradualmente estendendosi alla maggior parte dell'Europa occidentale.

Il presente capitolo tratta delle vicende della recessione e della susseguente inversione ciclica. In esso si tenta di individuare i fattori che agiscono in favore dell'attuale ripresa economica e di valutarne l'intensità. Le conclusioni sono relativamente ottimistiche per quanto concerne l'immediato futuro; appare tuttavia chiaro che solo pochi paesi — e anche questi in misura limitata — sono riusciti a porre sotto controllo le forze che potrebbero essere causa di un riattizzarsi dell'inflazione, di un'inadeguata formazione di capitale e di perturbazioni internazionali, con la conseguenza di frenare anzitempo l'attuale tendenza ascendente.

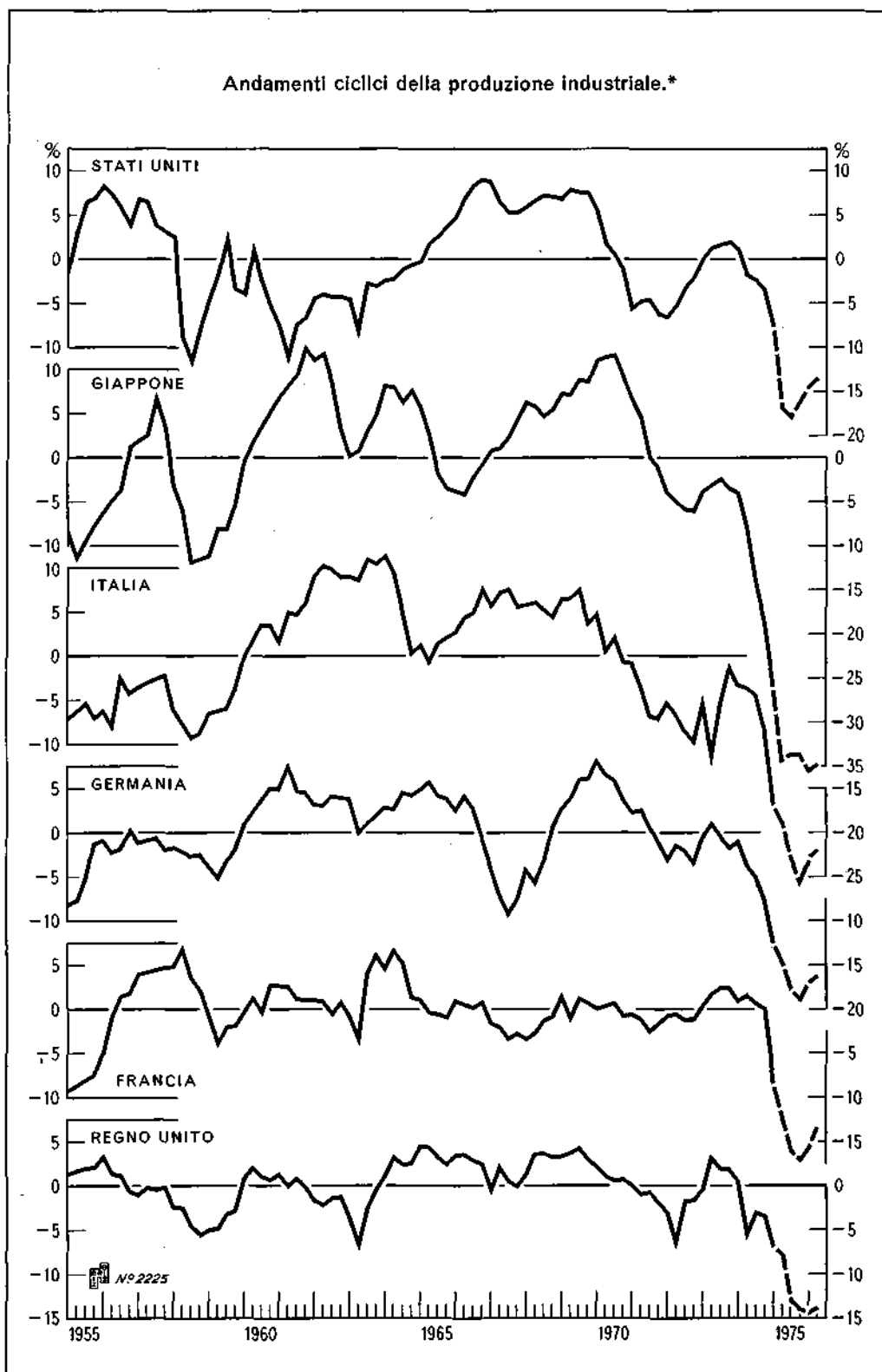
### **Le fluttuazioni della produzione industriale negli anni 1974-76.**

L'espansione economica sincrona ha avuto termine verso la fine del 1973, allorché la produzione aveva raggiunto i livelli massimi in molti dei più importanti paesi industriali. La brusca caduta dell'attività nel 1974 e nella prima parte del 1975, il raggiungimento del punto di svolta inferiore verso la metà di quell'anno e la successiva ripresa economica sono chiaramente rilevabili dall'andamento degli indici della produzione industriale. Poiché per l'ampia gamma di paesi qui considerati non sono disponibili i dati trimestrali del PNL, come metro di paragone fra i diversi paesi sono stati assunti gli indici della produzione industriale, benché questi rappresentino parametri assai meno esaurienti per la misurazione dell'attività economica. Gli andamenti di tali indici delineano le fasi cicliche di massimo e di minimo nell'economia dei singoli paesi ed evidenziano il ricorrere di sfasamenti fra i maggiori ed i minori paesi industriali, nonché l'ampiezza e la durata delle oscillazioni nell'attività produttiva.

La recessione degli anni 1974-75 è stata la più grave fra quelle verificatesi nel dopoguerra. I grafici seguenti, che descrivono gli scostamenti della produzione industriale rispetto ai *trends* lineari costruiti su base logaritmica, permettono di raffrontare le caratteristiche del ciclo recente con le fluttuazioni precedenti, sia relativamente a un medesimo paese sia fra i diversi paesi. Ciascun punto del ciclo indica lo scostamento percentuale dell'indice effettivo della produzione industriale rispetto al livello di *trend* (rappresentato graficamente dalla retta orizzontale). Durante il periodo 1955 — 1974, per il quale sono stati calcolati i *trends* di sviluppo, il Giappone e l'Italia hanno raggiunto i tassi medi di crescita di lungo periodo più elevati; rispettivamente il 12,3 ed il 7,1%. I tassi medi di crescita negli Stati Uniti e nel Regno Unito si pongono ai livelli più bassi, rispettivamente con il 4,6 ed il 3,6%. In generale l'andamento della produzione in Francia e nel Regno Unito presenta oscillazioni di ampiezza minore rispetto agli Stati Uniti e al Giappone.

Un'interessante conclusione che può essere tratta dal grafico è che la recessione del 1974-75 ha colpito i maggiori paesi allorché la produzione industriale si trovava già ad un livello inferiore alla tendenza di lungo periodo dei precedenti venti anni. La tendenza stessa pare invero aver subito un mutamento fondamentale verso la fine degli anni Sessanta. In ogni caso, dal 1971 in poi, l'indice della produzione nella maggior parte dei paesi in esame si è mantenuto al di sotto del livello del *trend* di lungo periodo, con l'eccezione, solo per alcuni paesi, del *boom* del 1973. Ciò suscita l'ovvia questione se la gravità della recessione non debba essere riguardata come la manifestazione di un'importante interruzione nel *trend* di sviluppo del mondo industrializzato occidentale, piuttosto che semplicemente come uno dei ricorrenti cicli economici, reso più acuto da una concomitanza accidentale di fattori "eccezionali", quali il sin-





\* Scostamenti percentuali degli indici della produzione industriale rispetto ai corrispondenti valori del *trends* lineari costruiti su base logaritmica. I tassi medi composti di crescita rappresentati dalle linee a quota zero sono i seguenti: Stati Uniti: 4,6%; Giappone: 12,3%; Italia: 7,1%; Germania: 5,4%; Francia: 5,7%; Regno Unito: 3,6%. I *trends* sono basati sui dati trimestrali del periodo 1955-1974.

cronismo sia dell'alta congiuntura sia della recessione ed il fortissimo rincaro del petrolio.

La tabella che segue fornisce la sequenza temporale della recessione del 1974-75, della fase di minimo e della successiva ripresa. La produzione industriale ha toccato i livelli massimi dapprima nel Regno Unito (ottobre 1973) e quindi in Giappone, Germania e Stati Uniti (novembre 1973). Nella loro scia la produzione ha presto raggiunto valori di massimo anche negli altri paesi industriali, per poi iniziare una fase di caduta, con sfasamenti che vanno all'incirca da quattro a dodici mesi. Dapprima i paesi-guida hanno avuto soltanto modeste flessioni della produzione. Tutto sembrava indicare una recessione relativamente contenuta sia negli Stati Uniti sia in Europa. Ma dopo l'accumularsi delle forze deflazionistiche nella seconda parte del 1974, la produzione è caduta precipitosamente nella maggior parte dei paesi. Il calo produttivo è stato molto brusco praticamente in tutti i paesi più sviluppati nel quarto trimestre del 1974 e nel primo trimestre del 1975. Negli Stati Uniti, ad esempio, la produzione industriale è scesa del 12,3% nel periodo dal terzo trimestre 1974 all'aprile 1975, dopo essere diminuita solo dell'1% nei precedenti dieci mesi. Verso la fine del 1974 il grave deterioramento della fiducia dei consumatori e l'assottigliarsi dei redditi avevano determinato una forte riduzione della spesa del settore famiglie, specialmente in beni di consumo durevoli. La situazione finanziaria delle imprese era notevolmente peggiorata, imponendo un rapido mobilizzo delle scorte e una riduzione degli investimenti fissi che hanno accentuato il calo della produzione già in atto.

Recessione e ripresa nella produzione industriale.

Paesi	Recessione			Variazione percentuale della produzione			Ripresa	
	Massimo ciclico 1973-74 <sup>1</sup>	Minimo ciclico 1975 <sup>1</sup>	Numero di mesi	Dal massimo al minimo ciclico	Dal 3° trimestre 1974 al minimo ciclico	Dal minimo ciclico al mese più recente	Mese più recente	Numero di mesi
<b>Paesi in testa nella fase recessiva</b>								
Regno Unito . . . . .	Ott. 73	Ago.	22	- 10,6	- 8,5	1,8	Mar. 76	7
Germania . . . . .	Nov. 73	Lug.	20	- 11,5	- 8,7	7,0	Mar. 76	8
Giappone . . . . .	Nov. 73	Feb.	15	- 20,4	- 13,9	16,7	Mar. 76	13
Stati Uniti . . . . .	Nov. 73	Apr.	17	- 13,5	- 12,3	11,4	Apr. 76	12
<b>Paesi che seguono a 4-6 mesi</b>								
Svizzera . . . . .	Mar. 74 <sup>2</sup>	Mar. <sup>2</sup>	12	- 18,5	- 16,0	14,0	Dic. 75 <sup>3</sup>	9
Canadà . . . . .	Mar. 74	Set.	18	- 8,0	- 5,9	4,5	Mar. 76	6
Italia . . . . .	Apr. 74	Ago.	16	- 15,6	- 13,6	9,4	Mar. 76	7
<b>Paesi che seguono a più di 6 mesi</b>								
Austria . . . . .	Giu. 74	Ott.	16	- 9,9	- 8,7	3,2	Feb. 76	4
Belgio . . . . .	Giu. 74	Lug.	13	- 13,8	- 12,5	9,6	Feb. 76	7
Finlandia . . . . .	Giu. 74	Lug.	13	- 10,3	- 10,0	1,5	Dic. 75	5
Paesi Bassi . . . . .	Giu. 74	Lug.	13	- 10,0	- 9,7	6,0	Mar. 76	8
Spagna . . . . .	Giu. 74	Mar.	9	- 11,7	- 9,3	2,7	Dic. 75	9
Svezia . . . . .	Giu. 74	Lug.	13	- 5,6	- 4,2	6,9	Feb. 76	7
Francia . . . . .	Lug. 74	Mag.	10	- 13,1	- 5,6	9,0	Mar. 76	10
Norvegia . . . . .	Nov. 74	Set.	10	- 4,9	- 2,8	6,3	Mar. 76	6

<sup>1</sup> Punti di massimo e di minimo basati sulle medie centrate trimestrali degli indici destagionalizzati della produzione industriale, da fonti nazionali. <sup>2</sup> Primo trimestre. <sup>3</sup> Quarto trimestre 1975.

Nella primavera del 1975, allorché il clima economico nel mondo industrializzato aveva raggiunto il punto di massimo pessimismo, hanno iniziato a germinare i semi della ripresa. I maggiori paesi, che da circa un anno e mezzo si trovavano in fase economica calante, avevano a quell'epoca già allentato le restrizioni monetarie e avviato alcuni provvedimenti fiscali di stimolo, seppure con una certa cautela.

Dopo il forte calo, la produzione industriale è andata stabilizzandosi dapprima in Giappone (febbraio), negli Stati Uniti (aprile) e in alcuni paesi minori. Mentre gli inizi della fase recessiva nei singoli paesi si erano distribuiti lungo un periodo di circa dodici mesi, i punti di svolta inferiore si sono addensati nell'estate del 1975, soprattutto per quanto riguarda le principali economie europee. I primi sintomi della ripresa sono stati un certo ravvivarsi della domanda per consumi, l'esaurirsi del fenomeno delle liquidazioni di scorte e una certa ricostituzione delle stesse nei mesi successivi e, in alcuni paesi, la ripresa degli ordinativi dall'estero e dell'edilizia residenziale. La fisionomia del recupero congiunturale pareva indicare un incremento della spesa, con azione reciproca di stimolo, da parte di importanti paesi — precisamente Stati Uniti, Giappone e Germania — diffuso ai loro *partners* commerciali tramite gli scambi internazionali.

La ripresa economica — misurata dall'aumento percentuale della produzione industriale dal punto di minimo fino agli ultimi dati mensili disponibili — è proceduta in misura sufficiente a recuperare una notevole parte del calo produttivo accusato durante la fase di recessione. Il rilancio ha annullato i tre quarti circa della precedente flessione produttiva in Belgio, Francia, Germania, Giappone, Svizzera e Stati Uniti, mentre Italia e Paesi Bassi hanno recuperato pressappoco la metà del calo. Fra i paesi maggiori l'attività produttiva segna il passo solo nel Regno Unito e in Canada; in essi la recessione non era stata così acuta come altrove.

Il quadro è peraltro meno roseo se si volge nuovamente lo sguardo al grafico già menzionato. La produzione industriale in tutti i principali paesi è ancora ben lontana dai livelli corrispondenti al ritmo di sviluppo degli ultimi venti anni. Soltanto un incremento produttivo che si spinga ben oltre le punte del 1973-74 potrebbe assicurare la continuazione di quella tendenza. L'impressione puramente grafica è che difficilmente tale evenienza potrà verificarsi.

### **La continuità dello sviluppo all'esterno dell'area dell'OCSE.**

Mentre il ciclo economico ha presentato un andamento alquanto sincrono nei paesi industriali dell'Occidente, ciò non è fortunatamente accaduto nel mondo nel suo insieme. Anche se agli inizi del 1975 la recessione si è gradualmente propagata nel mondo industriale, le economie dell'Europa orientale e di molti fra i paesi in via di sviluppo industriale hanno continuato a segnare un'espansione, sebbene a ritmi più moderati. Molti di essi hanno cercato di portare avanti i programmi nazionali di investimento, continuando pertanto ad importare beni capitali, materiali ed altri manufatti dai paesi industriali. I paesi dell'OPEC hanno invero compiuto sforzi per conseguire una rapida crescita e per assorbire un enorme afflusso di prodotti importati. Entro questi limiti il livello dell'attività produttiva in alcuni dei paesi industriali è stato effettivamente sostenuto dalla componente estera. Questo aspetto sarà esaminato in particolare nel Capitolo V.

Nel 1975 l'espansione industriale dei paesi dell'Europa orientale si è mantenuta su livelli generalmente elevati, con incrementi della produzione industriale che vanno dal 7,5 % nell'Unione Sovietica al 12,4% in Romania. Ovunque il motore primo dello sviluppo sono stati gli investimenti fissi industriali. Uno dei principali obiettivi della politica economica è stato quello di ottenere incrementi di produttività al fine di compensare il rincaro delle materie prime e del petrolio, nonché la scarsità di manodopera specializzata che è andata manifestandosi ad esempio nella Repubblica Democratica Tedesca ed in Polonia. In contrasto con i settori industriali, l'agricoltura è mediamente scesa al di sotto dei livelli posti come obiettivi e costituisce il principale elemento di freno allo sviluppo economico globale.

Per quanto riguarda i paesi meno sviluppati non produttori di petrolio, la loro crescita economica era stata stimolata fino a 1974 inoltrato dall'elevato livello dei prezzi delle materie prime - con i conseguenti maggiori introiti delle esportazioni - che ha loro consentito, nell'insieme, di controbilanciare inizialmente il rincaro del petrolio. In una fase successiva essi hanno ovviamente cominciato a sentire gli effetti della recessione in atto nei maggiori paesi industriali. Il volume delle loro esportazioni si è ridotto e le ragioni di scambio hanno subito un deterioramento dovuto al collasso dei prezzi delle materie prime ed al costante rincaro dei manufatti, derivante dal persistere dell'inflazione nei paesi industriali e, in alcuni casi, anche da movimenti nei tassi di cambio. Ciononostante, molti fra i paesi meno sviluppati sono ancora riusciti a mantenere il livello delle importazioni di manufatti facendo ricorso al credito commerciale, all'indebitamento sui mercati finanziari e monetari internazionali e attingendo dalle riserve valutarie per finanziare i crescenti disavanzi negli scambi con l'estero.

#### **Il ruolo della domanda per consumi, delle politiche economiche e dell'aggiustamento delle scorte nell'inversione ciclica e nella ripresa.**

Non è facile stimare il contributo relativo fornito dalle diverse componenti della domanda nell'inversione del ciclo e nell'attuale fase di ripresa, che hanno colto così di sorpresa la maggior parte degli osservatori. Le cifre trimestrali relative al PNL sono disponibili solo per pochi paesi e i dati sugli investimenti in scorte sono in molti casi poco attendibili. Ci si deve pertanto basare soprattutto sui dati annuali del PNL; ciò è particolarmente insoddisfacente per il 1975, poiché le cifre di quell'anno riflettono ancora fortemente le forze recessive che hanno dominato almeno fino all'estate. La ricostituzione delle scorte e la componente esterna hanno contribuito in modo decisivo al risveglio dell'attività economica, così come tali componenti della domanda ne avevano fortemente inasprito la caduta nel quarto trimestre del 1974 e nel primo trimestre del 1975 (vedasi tabella). In alcuni paesi, come Stati Uniti, Regno Unito e Germania, l'edilizia residenziale ha ripreso un certo slancio, parzialmente in risposta alla politica monetaria divenuta generalmente meno restrittiva, ma tale attività ha contribuito solo in piccola misura alla crescita del PNL nell'ultima parte del 1975. D'altro lato gli investimenti fissi delle imprese hanno continuato ad agire come principale fattore negativo sull'espansione della domanda globale fin anche nel 1976.

*Il risveglio della spesa per consumi.* E' stato il comportamento dei consumatori il fulcro del rilancio economico verificatosi nel 1975 in gran parte dei paesi, così come esso aveva avuto un ruolo rilevante nella recessione dell'anno precedente. Nel corso

Contributo delle variazioni nelle componenti della domanda alle variazioni del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti.

Paesi	Anni	PNL a prezzi costanti	Saldo con l'estero	Investimenti			Consumi	
				scorte	escluse abitazioni	abitazioni	privati	pubblici
		Variazioni percentuali	contributo alla variazione percentuale del PNL*					
Austria . . . . .	1973	5,8	- 1,3	3,5	0,9		2,4	0,4
	1974	4,1	0,6	0,6	0,3		2,1	0,4
	1975	- 2,0	0,8	- 2,8	- 1,7		1,4	0,3
Belgio . . . . .	1973	6,2	- 1,5	1,0	0,4	1,2	4,5	0,7
	1974	4,0	0,2	0,5	0,8	0,6	1,7	0,4
	1975	- 1,4	0,4	- 2,5	- 0,5	- 0,1	0,5	0,8
Canada . . . . .	1973	6,9	- 0,7	0,5	1,8	0,4	4,4	0,7
	1974	2,8	- 3,2	1,0	1,4	- 0,1	2,5	1,5
	1975	0,2	- 0,8	- 2,5	0,9	- 0,5	2,2	1,0
Danimarca . . . . .	1973	2,8	- 5,7	3,2		2,0	3,0	0,3
	1974	1,9	4,6	1,2		- 2,1	- 2,1	0,4
	1975	- 1,0						
Finlandia . . . . .	1973	6,5	- 1,3	1,8	1,0	0,3	3,8	0,9
	1974	4,4	- 2,0	2,7	0,5	0,4	2,2	0,6
	1975	0,0	- 3,8	0,5	1,4	- 0,7	2,0	0,6
Francia . . . . .	1973	5,8	- 0,4	0,8	1,1	0,4	3,5	0,5
	1974	3,8	0,6	- 0,5	0,5	0,3	2,5	0,4
	1975	- 2,5	1,6	- 4,2	- 1,0	- 0,2	1,3	0,0
Germania . . . . .	1973	5,1	2,1	0,7	0,2	0,0	1,6	0,6
	1974	0,4	3,0	- 1,2	- 1,2	- 0,9	0,1	0,6
	1975	- 3,4	- 3,6	- 0,4	- 0,5	- 0,6	1,2	0,5
Giappone . . . . .	1973	9,9	- 1,4	1,7	3,7	1,0	4,2	0,6
	1974	- 1,2	1,2	0,2	- 2,8	- 0,8	0,7	0,3
	1975	2,0	1,8	- 2,5	- 0,9	- 0,1	3,2	0,6
Italia . . . . .	1973	6,8	- 1,3	2,3	1,5	0,2	3,9	0,3
	1974	3,4	1,5	- 0,7	0,6	0,2	1,6	0,3
	1975	- 3,7	2,7	- 2,7	- 2,0	- 0,6	- 1,2	0,1
Norvegia . . . . .	1973	3,9	- 2,4	0,1	3,7	0,2	1,7	0,7
	1974	5,3	- 2,5	3,0	2,3	- 0,0	2,1	0,5
	1975	2,7	- 2,9	- 1,2	3,2	0,4	2,6	0,7
Paesi Bassi . . . . .	1973	4,7	1,3	0,3	1,2	0,1	1,7	0,1
	1974	3,3	2,1	0,8	- 0,3	- 0,8	1,5	0,0
	1975	- 1,8	- 0,5	- 2,7	- 0,6	- 0,4	1,8	0,7
Regno Unito . . . . .	1973	6,5	0,4	2,0	0,7	- 0,2	2,9	0,7
	1974	- 0,3	1,0	- 0,8	- 0,2	- 0,2	- 0,7	0,5
	1975	- 1,7	0,2	- 2,2	- 0,2	0,2	- 0,2	0,6
Spagna . . . . .	1973	8,1	- 1,0	0,6	3,2	0,3	4,4	0,5
	1974	5,0	- 1,1	0,7		1,1	3,7	0,5
	1975	0,7	0,2	- 0,1		- 1,1	1,4	0,3
Stati Uniti . . . . .	1973	5,3	0,9	0,6	1,3	- 0,2	2,8	- 0,1
	1974	- 1,8	0,8	- 0,7	- 0,3	- 1,2	- 0,5	0,1
	1975	- 2,0	0,6	- 1,5	- 1,6	- 0,7	0,6	0,6
Svezia . . . . .	1973	3,5	2,1	- 0,4	0,4	- 0,1	1,0	0,5
	1974	4,2	- 1,6	2,6	0,7	- 0,4	2,3	0,7
	1975	0,5	- 1,9	0,7	- 0,4	- 0,5	1,6	1,0
Svizzera . . . . .	1973	3,2	0,4	1,0	- 0,2	0,2	1,4	0,3
	1974	2,0	1,0	2,6	- 0,5	- 1,2	- 0,3	0,3
	1975	- 7,0	3,8	- 4,0	- 4,9	- 0,9	- 1,4	0,4

\*La somma dei contributi percentuali delle componenti della spesa uguaglia la variazione percentuale del PNL, salvo differenze dovute ad arrotondamento.

del 1975 i consumi privati hanno dato un cospicuo contributo positivo alla variazione del PNL in Francia, Germania, Paesi Bassi, Giappone e Stati Uniti, soltanto per citare i casi principali. Negli Stati Uniti, ad esempio, i consumi privati hanno contribuito positivamente nella misura dello 0,6% alla variazione globale del PNL, il quale è pur tuttavia complessivamente calato del 2%. Analogamente l'apporto positivo della spesa per consumi non è stato sufficiente a compensare l'effetto negativo prodotto da altri settori in Austria, Francia e Paesi Bassi, ove il calo degli investimenti ha rappresentato il fattore depressivo più importante lungo tutto l'anno o in Germania dove sia il settore degli scambi con l'estero sia quello degli investimenti hanno avuto un effetto negativo sul PNL. In Giappone i consumi sono stati il fattore più importante nella crescita del PNL ed hanno in larga misura contro-bilanciato l'effetto frenante esercitato dal debole andamento degli investimenti fissi e dalla liquidazione di scorte. Solo in Italia e in Svizzera la spesa per consumi è diminuita sensibilmente nel 1975. In entrambi i paesi anche il notevole calo degli investimenti fissi ha avuto un effetto depressivo sul PNL calcolato a prezzi costanti. Il contributo positivo del settore degli scambi con l'estero, ossia il miglioramento in termini reali delle loro bilance di parte corrente, ha ampiamente rispecchiato una diminuzione delle scorte.

Il ruolo positivo avuto dai consumi può essere attribuito tanto all'effetto stabilizzante dei trasferimenti operati dalla pubblica amministrazione, quanto alla diminuita propensione al risparmio. Il primo elemento ha riflettuto l'azione sia di stabilizzatori automatici (quali le indennità di disoccupazione) sia delle politiche discrezionali attuate dai governi per sostenere il reddito personale disponibile mediante trasferimenti di vario tipo. In effetti, non considerando le imposte e i trasferimenti pubblici, nel 1975 il reddito disponibile delle famiglie si è ridotto in termini reali negli Stati Uniti, in Germania e in Italia. Tuttavia, secondo stime dell'OCSE, se si considerano invece le imposte e i trasferimenti, nel 1975 il reddito disponibile è variamente aumentato in termini reali: dello 0,9% in Italia, dell'1,4% negli Stati Uniti, del 3,0% in Francia e del 4,4% in Germania. Fra i paesi maggiori soltanto nel Regno Unito non vi è stata praticamente alcuna variazione.

Pur con l'aumento del reddito disponibile in termini reali avvenuto in quasi tutti i paesi, non vi sarebbe potuta essere l'espansione della spesa per consumi che in effetti si è avuta, se nel secondo trimestre del 1975 non si fosse manifestata una diminuzione della propensione al risparmio rispetto agli altissimi livelli raggiunti nel 1974 e nella prima parte del 1975.

Rapporto fra risparmio e reddito disponibile delle famiglie.

Paesi	1969	1970	1971	1972	1973	1974*		1975*	
						1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
in percentuale									
Canada . . . . .	5,4	5,3	7,4	8,9	8,7	8,7	8,6	10,0	8,3
Francia . . . . .	14,8	17,0	16,9	16,7	17,8	17,2		17,5	
Germania . . . . .	13,4	13,9	13,8	14,9	14,2	14,4	15,8	17,0	15,0
Giappone . . . . .	19,2	20,0	20,7	22,1	22,0	22,9	23,7	23,8	22,9
Regno Unito . . . . .	8,2	9,1	8,8	10,0	10,9	12,0	15,1	13,4	14,3
Stati Uniti . . . . .	5,6	7,4	7,7	6,2	8,1	7,7	7,4	8,6	7,9

\* Dati destagionalizzati, da fonti nazionali.

La fiducia dei consumatori era scesa ai livelli minimi del periodo postbellico, scossa dal prezzo quadruplicato del petrolio, dal persistere di tassi di inflazione a due cifre che erodevano drasticamente sia il potere d'acquisto dei redditi sia il valore reale delle attività finanziarie, e dalla prolungata minaccia della disoccupazione, la quale in effetti ha raggiunto i livelli più elevati dagli anni Trenta. Poste di fronte a tali incertezze, le famiglie avevano rinviato l'acquisto di beni di consumo durevoli e di abitazioni, tipi di spesa che richiedono generalmente forti anticipi in contante o pesanti impegni finanziari. In effetti, la domanda di abitazioni era rimasta depressa per un periodo insolitamente lungo a causa del rapido rincaro degli immobili, nonché della scarsa disponibilità e del costo dei crediti ipotecari nella maggior parte dei paesi fino alla metà del 1975. Pertanto, il rapporto fra risparmio e reddito disponibile nel settore famiglie era salito a livelli molto elevati. I massimi sono stati raggiunti in genere nella prima metà del 1975.

In seguito, la quota di risparmio è ridiscesa a livelli più bassi. A titolo di esempio, in Germania il rapporto suddetto è sceso dal 17,0 al 15,0% nella seconda metà del 1975, negli Stati Uniti dall'8,6 al 7,9% e in Canada dal 10,0 all'8,3%. Al tempo stesso nel Regno Unito, ove il tasso d'inflazione era rimasto il più alto fra quelli dei paesi industriali, la quota di risparmio si è mantenuta al tasso elevato del 14% circa. In attesa di ulteriori studi in merito, è bene astenersi da un giudizio sulle ragioni che hanno portato alla caduta della propensione al risparmio nella maggior parte dei principali paesi. E' stata la conseguenza di una flessione del tasso d'inflazione? Oppure di un incremento nel valore delle attività finanziarie? Oppure ancora di una rinnovata fiducia? Ad ogni modo le quote di risparmio sono ancora elevate rispetto ai livelli storici ed un'ulteriore diminuzione potrebbe stimolare in modo alquanto vigoroso la domanda per consumi. Vi sono indicazioni — ad esempio il netto aumento delle immatricolazioni di auto in molti paesi a partire dai primi mesi del 1976 — che ciò stia in effetti accadendo.

*Gli stimoli delle politiche economiche sulla domanda aggregata.* Nel corso del 1975 la politica fiscale e monetaria è diventata in linea di massima espansiva nella maggior parte dei paesi industriali. Tutti i governi dei maggiori paesi hanno varato importanti programmi di rilancio comprendenti concessioni fiscali a favore delle famiglie e delle imprese, un notevole ampliamento dei trasferimenti, in particolare a favore dei pensionati e dei disoccupati, e un'espansione dei programmi di opere pubbliche. Gli stabilizzatori automatici hanno inoltre operato attraverso il sistema fiscale, sebbene spesso con notevoli ritardi. Si aggiunga che in un certo numero di paesi i consumi di parte pubblica di beni e servizi hanno fornito nel 1975 moderati contributi positivi alle variazioni del PNL.

In conseguenza delle maggiori uscite di cassa e della contrazione del gettito fiscale — almeno durante il primo semestre — il settore pubblico è incorso in enormi disavanzi finanziari, di cui una parte cospicua è stata la conseguenza automatica della grave recessione nel settore privato. E' difficile distinguere tra gli effetti sul disavanzo pubblico prodotti dagli stabilizzatori automatici e quelli conseguenti a decisioni autonome del governo. Fonti nazionali forniscono tuttavia alcune stime del loro impatto relativo. Negli Stati Uniti il disavanzo dell'amministrazione federale è aumentato di \$62 miliardi fra il 1974 ed il 1975 e si stima che quasi metà dell'incremento sia stato causato dalla crescita congiunturale delle spese e dal minore gettito fiscale. Gli osservatori francesi sono dell'opinione che grosso modo un quarto del

disavanzo di circa fr.fr. 43 miliardi del 1975 possa essere attribuito all'effetto degli stabilizzatori automatici. Il disavanzo di cassa del settore pubblico in Germania è salito nel 1975 a DM 70 miliardi (una cifra quasi tre volte superiore a quella dell'anno precedente) e si ritiene che circa un terzo di tale disavanzo sia attribuibile all'effetto degli stabilizzatori automatici. Una simile scomposizione non è peraltro disponibile per l'Italia e per il Regno Unito, paesi in cui il disavanzo del settore pubblico è stato estremamente ampio persino durante la precedente fase di massimo ciclico. L'ampiezza relativa dei disavanzi di bilancio e il loro finanziamento vengono trattati nel Capitolo IV.

L'espansione dei trasferimenti del settore pubblico durante la recessione è largamente imputabile all'effetto degli stabilizzatori automatici. Con l'aumento della disoccupazione fino ai livelli più alti dalla Grande Depressione, l'aumento dei trasferimenti, che già presentava una tendenza ascendente negli ultimi dieci anni, ha subito una brusca accelerazione. Negli Stati Uniti, ad esempio, il numero dei disoccupati si è raddoppiato nel periodo di diciotto mesi che va fino al minimo ciclico nel secondo trimestre del 1975, raggiungendo 8,3 milioni di unità. Durante lo stesso lasso di tempo i trasferimenti complessivamente effettuati nel quadro dei programmi governativi sono aumentati di quasi il 45%, raggiungendo nel secondo trimestre del 1975 un livello corrispondente a circa \$175 miliardi annui. Tale somma rappresenta, relativamente a tale anno, circa il 16% del reddito disponibile delle famiglie ed il 49% della spesa federale. In Germania, nel 1975, i trasferimenti sono aumentati del 25%, raggiungendo un ammontare corrispondente pressappoco alla metà delle retribuzioni nette, rispetto al 39% dell'anno precedente. Anche Francia, Giappone, Canada e molti altri paesi hanno presentato una notevole espansione dei trasferimenti.

A parte l'importante ruolo avuto dagli stabilizzatori automatici e dai trasferimenti, la maggior parte dei governi ha dato avvio ad importanti programmi discrezionali di politica fiscale. Negli Stati Uniti, in aggiunta alla forte espansione dei trasferimenti, è stata data attuazione alla legge sulle agevolazioni fiscali (Tax Reduction Act) approvata nel marzo 1975. Tale legge prevedeva riduzioni nelle aliquote d'imposta alla fonte sui redditi delle persone fisiche e sgravi fiscali a favore delle società per la restante parte del 1975 (per un ammontare di circa \$12 miliardi), abbuoni forfettari sulle imposte ammontanti a quasi \$10 miliardi e versamenti addizionali ai beneficiari della previdenza sociale. L'impatto fiscale di questo insieme di provvedimenti è stato eccezionalmente forte rispetto ad altri programmi simili disposti nel dopoguerra per stimolare la ripresa economica. Le concessioni fiscali in favore delle persone fisiche e delle imprese sono state prorogate poi fino alla metà del 1976.

Altri importanti paesi industriali hanno reso più espansiva la politica fiscale nel corso del 1975. In Germania, il governo federale, dopo aver concesso alla fine del 1974 un premio del 7,5% sugli investimenti, ha varato in agosto una serie di provvedimenti principalmente a sostegno dell'edilizia e dei lavori pubblici. Le autorità francesi hanno annunciato in settembre un importante programma per rafforzare l'indirizzo espansivo della politica fiscale già evidente nella prima metà del 1975. I provvedimenti, volti a fornire una notevole azione di stimolo anche per il 1976, prevedevano un credito d'imposta sugli investimenti, stanziamenti su vasta scala per la realizzazione di opere pubbliche ed un aumento dei trasferimenti sociali. Le autorità italiane, dopo aver iniziato ad orientare la loro politica in senso distensivo nei primi



mesi del 1975, hanno annunciato in agosto un programma di provvedimenti reflazionistici di bilancio a sostegno dell'edilizia residenziale e ospedaliera, dell'agricoltura e delle opere pubbliche. Quando nella seconda parte del 1975 la ripresa dell'economia giapponese ha perso di slancio, il governo ha introdotto ulteriori provvedimenti di stimolo, comprendenti un aumento della spesa per opere pubbliche ed aiuti finanziari alle imprese, e destinati a trovare attuazione nel corso dell'esercizio fiscale terminante nel marzo 1976.

A differenza del mutato orientamento delle politiche economiche nell'Europa continentale nel 1975, nel Regno Unito gli sforzi principali si sono dovuti concentrare in modo crescente sull'inflazione, anche se la disoccupazione è costantemente salita fino a raggiungere 1,2 milioni di unità nel febbraio 1976. Una politica volontaria dei redditi ha costituito la chiave di volta del programma di stabilizzazione adottato dal governo. Sono stati decisi solo modesti stanziamenti per stimolare i programmi d'investimento industriale e l'edilizia. Al tempo stesso, tuttavia, i consumi pubblici sono aumentati considerevolmente ed hanno assorbito una quota crescente delle risorse disponibili.

In concomitanza al graduale spostamento verso politiche di stimolo fiscale, vi è stato un allentamento generale nella politica monetaria (vedasi Capitolo IV). Benché in Germania, nel Regno Unito e negli Stati Uniti i saggi d'interesse a breve fossero già scesi dai massimi, la svolta decisiva nella politica monetaria non è venuta fin verso la fine del 1974 e gli inizi del 1975, allorché le banche centrali hanno effettuato in rapida successione una serie di diminuzioni del saggio di sconto. Rispecchiando la debole domanda di credito del settore privato e le politiche improntate ad una progressiva maggiore larghezza nei confronti della liquidità bancaria, i saggi a breve hanno proseguito in generale la tendenza al ribasso. Le eccezioni più di rilievo sono costituite dagli Stati Uniti e dal Regno Unito, dove i saggi del mercato monetario sono saliti per un certo periodo durante l'estate e all'inizio dell'autunno, parzialmente in risposta a provvedimenti di tipo restrittivo. I saggi d'interesse hanno continuato a diminuire nei primi mesi del 1976, fatta eccezione per i paesi in cui le difficoltà connesse al mercato dei cambi hanno richiesto l'intervento delle autorità in senso restrittivo. Di recente, nel corso di maggio, si sono manifestati i segni di un rafforzamento più generale dei saggi a breve sui mercati nazionali ed internazionali.

In altri paesi la politica economica è stata parimenti orientata, nel 1975, in senso più espansivo allorché questi sono stati raggiunti, con un certo ritardo, dalla fase più acuta della recessione, in particolare con la brusca flessione negli scambi internazionali. I Paesi Bassi e la Danimarca hanno impartito impulsi all'economia attraverso riduzioni fiscali ed opere pubbliche, mentre la Svizzera si è mossa cautamente a sostegno dell'industria edile fortemente depressa e l'Austria ha seguito un cammino moderatamente espansivo. In Irlanda, Australia e Nuova Zelanda i bilanci sono stati maggiormente orientati verso una politica di stimolo. La Finlandia ha cercato di perseguire una politica relativamente restrittiva, per far fronte a seri problemi di bilancia dei pagamenti, e la Spagna ha moderato l'atteggiamento espansivo per frenare l'aumento dei prezzi interni. In molti paesi i provvedimenti fiscali si sono collegati in varia misura a politiche dei redditi, come ad esempio nei Paesi Bassi, in Norvegia, Danimarca e Svezia, come pure nella Nuova Zelanda. In generale anche i paesi minori hanno adottato una politica monetaria più distesa, in linea con i paesi più importanti, benché in Finlandia, Grecia, Nuova Zelanda e Sud Africa considerazioni relative ai conti con l'estero abbiano posto limitazioni in tal senso.

*Variazioni delle scorte e commercio internazionale.* Mentre la spesa per consumi, sostenuta o addirittura stimolata dalle politiche fiscali e monetarie, ha costituito la base su cui è stata edificata la ripresa, questa ha ricevuto un ulteriore slancio dalla ricostituzione delle scorte e dal corrispondente risveglio del commercio internazionale.

Nel corso della recessione del 1974-75 e della successiva ripresa vi sono state amplissime e repentine variazioni nei livelli delle scorte. Nella maggior parte dei paesi industriali, tali movimenti hanno amplificato le oscillazioni nella produzione e negli scambi internazionali in misura senza precedenti nel periodo postbellico. Peraltro, le brusche liquidazioni di scorte avvenute nella prima metà del 1975 hanno aperto la strada ai successivi incrementi della produzione ed alla ricostituzione delle scorte stesse nella ripresa avvenuta nei mesi successivi del 1975 ed agli inizi del 1976. Allorché, verso la fine del 1974, la domanda per consumi aveva subito una forte caduta nei maggiori paesi, i rapporti scorte/vendite erano saliti a valori senza precedenti, particolarmente negli Stati Uniti. Al tempo stesso il grave deterioramento della liquidità aziendale — risultante dall'effetto combinato di profitti calanti e di politiche monetarie restrittive — aveva reso difficile ed oneroso il finanziamento di scorte eccedenti. Le imprese hanno perciò alleggerito le giacenze sia di prodotti finiti, sia di semilavorati. Al fine di abbassare il rapporto fra le scorte a monte del processo di lavorazione ed il volume calante della produzione e delle vendite, si è reso necessario contrarre gli acquisti in misura ancora superiore al calo produttivo. Il simultaneo smantellamento nella maggioranza dei paesi delle scorte di prodotti finiti, di semilavorati e di materiali di prima lavorazione ha avuto un secco e pressoché immediato contraccolpo sulle importazioni nei paesi industriali. Questo fatto si è chiaramente rispecchiato nel repentino miglioramento delle bilance commerciali della maggior parte di essi.

Durante la seconda metà del 1975 la liquidazione delle scorte aveva ampiamente esaurito il suo corso negli Stati Uniti e in Giappone, mentre stava diminuendo d'intensità in Europa. Conseguentemente, l'aumento della domanda per consumi ha avuto un effetto moltiplicatore sulla produzione, così che per la fine dell'anno in molti paesi e relativamente ad alcuni settori era evidente una ricostituzione delle scorte. Nella fase di ripresa, così come già nella recessione, l'adeguamento delle scorte ha nuovamente agito sulle importazioni, aumentandone ora il livello. La conferma che tale evoluzione era in atto nell'ultima parte del 1975 è data dal graduale deterioramento delle bilance commerciali dei maggiori paesi industriali.

### **Le prospettive della ripresa ed il ruolo degli investimenti delle imprese.**

Mentre la maggior parte degli indicatori segnala una ripresa economica generalizzata che si va estendendo ormai a tutto il mondo industriale, e l'assetto di questo risveglio economico sembra ricalcare gli sviluppi consueti alle precedenti fasi di recupero congiunturale del periodo postbellico, le prospettive di lungo periodo circa uno sviluppo economico sostenuto dipendono in larga misura dalla formazione di capitale fisso nel settore delle imprese.

Un rilancio degli investimenti creerebbe una domanda di beni capitali, prodotti intermedi e costruzioni, settori attualmente caratterizzati da sottoutilizzo di capacità produttiva. Tuttavia, l'investimento, se considerato semplicemente come stimolo alla domanda, non appare decisivo, potendosi infatti argomentare che l'attuale

ripresa sta procedendo ad un ritmo abbastanza sostenuto da dissipare le maggiori preoccupazioni circa un'inadeguatezza futura della domanda globale. L'investimento adempie peraltro un'altra funzione: esso crea nuova capacità produttiva e può creare nuovi posti di lavoro; ma non necessariamente, poiché in molti casi i nuovi investimenti possono comportare una riduzione dell'occupazione.

L'aumento accelerato dei costi del lavoro verificatosi negli ultimi anni in gran parte dei paesi industriali — soprattutto nell'Europa occidentale — ha fornito alle imprese un formidabile incentivo ad indirizzare i propri investimenti verso forme comportanti un risparmio di manodopera, a scapito di quelle in grado di ampliare la capacità produttiva e di creare nuovi posti di lavoro. La gravità della recessione ha ovviamente accelerato tale tendenza, iniziata probabilmente alcuni anni addietro. Il pericolo di questo indirizzo negli investimenti, se permane malgrado la ripresa, è che le economie in espansione possano trovarsi di fronte a strozzature di capacità nel momento in cui ancora sussiste una forte disoccupazione. La verosimiglianza di tale ipotesi risulta chiaramente dai dati attuali sulla disoccupazione, rimasti finora a livelli eccezionalmente elevati.

Tassi medi di disoccupazione.<sup>1</sup>

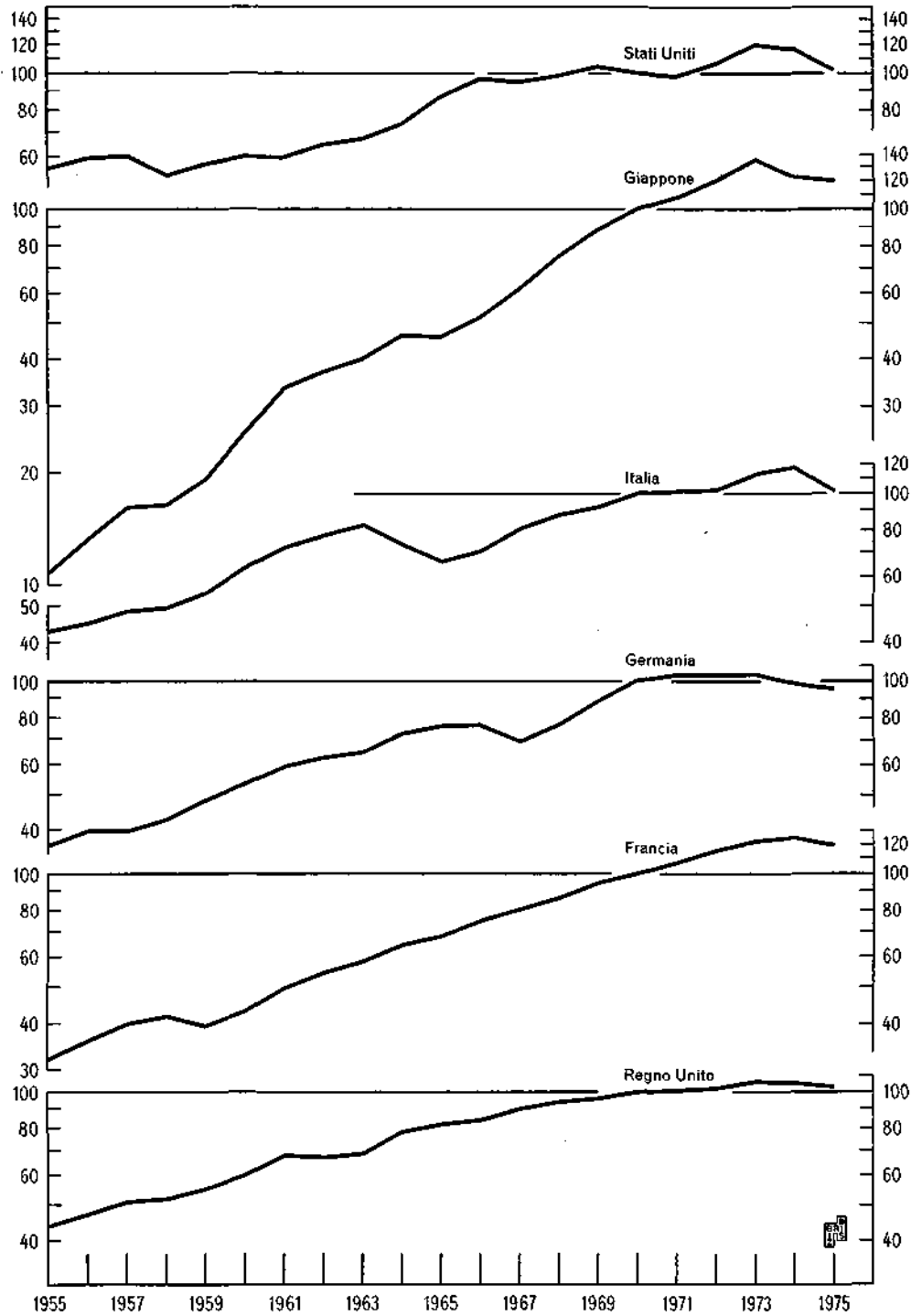
Paesi	1966-70	1971-75	1974		1975		1976 mese più recente
			1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre	
in percentuale sul totale delle forze di lavoro							
Francia . . . . .	1,7	2,6	2,0	2,5	3,6	4,1	4,4 <sup>2</sup>
Germania . . . . .	1,0	2,1	2,4	3,0	4,8	4,7	4,8 <sup>3</sup>
Giappone . . . . .	1,2	1,4	1,2	1,5	1,8	1,9	2,0 <sup>3</sup>
Italia . . . . .	3,5	3,3	2,8	2,9	3,3	3,4	3,5 <sup>4</sup>
Regno Unito . . . . .	2,1	3,2	2,5	2,7	3,4	4,6	5,3 <sup>3</sup>
Stati Uniti . . . . .	3,9	6,1	5,1	6,2	8,4	8,5	7,5 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Basati su definizioni nazionali non strettamente comparabili fra paese e paese. Depurati dei fattori stagionali.  
<sup>2</sup> Marzo. <sup>3</sup> Febbraio. <sup>4</sup> Quarto trimestre 1975. <sup>5</sup> Aprile.

Per evitare un tale squilibrio la maggior parte delle economie occidentali necessita di ben maggiori investimenti di *entrambi* i tipi sopraddetti. Non occorre sottolineare che un vero e proprio *boom* degli investimenti, che venisse ad aggiungersi ad una vigorosa tendenza ascendente dei consumi privati e pubblici, potrebbe essere altrettanto pericoloso quanto una mancata ripresa della spesa per beni capitali, poiché creerebbe tutte le premesse per una nuova ondata inflazionistica. Pertanto, se il mondo industriale occidentale vorrà avvicinarsi nuovamente agli elevati e al tempo stesso più equilibrati tassi di crescita dell'inizio degli anni Sessanta, dovrà mantenere un'espansione relativamente contenuta della spesa totale, aumentando la quota degli investimenti a scapito dei consumi.

Le prospettive circa il conseguimento di questo secondo obiettivo sono tutt'altro che incoraggianti. L'insolito combinarsi di una inflazione sfrenata con l'acuta recessione nel 1974-75 ha inferto in gran parte dei paesi un duro colpo alla redditività e alle possibilità di autofinanziamento delle imprese. Nell'analisi di lungo periodo questo deterioramento ciclico della redditività non ha fatto però che accentuare il calo dei tassi reali di rendimento degli investimenti verificatosi nella maggio-

**Andamento a prezzi costanti degli Investimenti fissi**  
(escluse le abitazioni)  
Indici annui: 1970=100 (scala semilogaritmica).



ranza dei paesi a partire dagli anni Sessanta. E' in queste circostanze che nel 1974-75 è avvenuto il collasso della spesa in beni capitali. Il notevole miglioramento del *cash flow* aziendale (utili non distribuiti e ammortamenti) registrato negli Stati Uniti durante il secondo semestre del 1975 dovrebbe essere visto nel medesimo contesto. La ripresa congiunturale dei profitti ha di per sé soltanto corretto l'andamento avutosi durante la recessione, ma non ha finora gran che contribuito ad invertire la tendenza discendente di lungo periodo della redditività aziendale.

I dati che indicano il declino dei tassi di profitto ci danno un quadro inquietante con implicazioni assai poco ottimistiche per quanto riguarda gli investimenti in grado di ampliare la capacità produttiva. Secondo fonti statistiche nazionali, in Germania il rendimento del capitale è sceso nel 1974 al 14,4%, rispetto al 22,7% del 1970. Nel Regno Unito il movimento discendente è stato ancora più accentuato. Dopo le rettifiche per l'apprezzamento delle scorte e la valutazione del costo di sostituzione, il tasso reale di rendimento del capitale al netto delle imposte è sceso dal 7,9% dell'inizio degli anni Sessanta al 3,5% circa dell'inizio degli anni Settanta e quindi quasi a zero nel 1974, se non si considerano gli sgravi fiscali sulle plusvalenze delle scorte. Anche negli Stati Uniti si è stimato che il rendimento del capitale al netto delle imposte (valutato al costo di sostituzione) è diminuito di quasi il 50% fra la metà degli anni Sessanta ed il 1973.

Inoltre, in conseguenza del deterioramento congiunturale della redditività, il *cash flow* delle società ha registrato un ulteriore notevole calo. Ciò è rilevante poiché l'investimento è in relazione abbastanza stretta con il *cash flow*. In Giappone, ad esempio, il cattivo andamento degli investimenti nei due scorsi anni può senza dubbio essere in parte attribuito al brusco calo della capacità di autofinanziamento. In tale contesto è interessante notare come il rapporto di autofinanziamento sia sceso dall'83% circa nel 1972 al 50% nel 1974 ed al 59%, secondo stime, nel 1975. Lo stesso vale per la Francia, dove il rapporto di autofinanziamento per gli investimenti fissi è sceso al 58% nel 1975 dal 64% dell'anno precedente.

L'impatto di questa evoluzione sugli investimenti fissi (escluse le abitazioni) è ben evidente. Con l'eccezione della Francia, la tendenza ascendente di tale tipo di investimenti si è interrotta ben prima della recessione: già nel 1966 negli Stati Uniti e nel 1970-71 in Germania, Italia, Giappone e Regno Unito.

Al deterioramento della redditività delle imprese ha fatto riscontro un aumento — graduale nel lungo periodo, poi più marcato nel corso della recessione — della quota dei redditi da lavoro sul reddito nazionale. Nel momento in cui il peggioramento delle ragioni di scambio dei paesi industriali (vedasi Capitolo V) avrebbe dovuto comportare una stabilizzazione, o forse addirittura una caduta dei salari reali, è accaduto l'opposto: i salari hanno continuato a salire più velocemente del costo della vita, con la sola notevole eccezione degli Stati Uniti. Il peso dell'aggiustamento è quindi ricaduto quasi per intero sui profitti. In alcuni paesi il governo stesso ha contribuito in passato a comprimere i profitti elevando le imposte sui proventi delle imprese.

E' ancora presto per giudicare se l'attuale ripresa si stia sviluppando lungo una linea che comporta una redistribuzione del reddito a favore dei profitti di intensità sufficiente a determinare un'adeguata crescita degli investimenti che ampliano la capacità produttiva e la disponibilità di posti di lavoro. Vi sono segni di un'evo-

luzione in questo senso negli Stati Uniti: il calo dei salari reali durante la recessione è ora seguito da un notevole miglioramento dei profitti societari. Ma tale processo è destinato a perdurare? Vi sono altresì indicazioni che quanto negli Stati Uniti può essere raggiunto attraverso l'azione delle forze di mercato, in Germania sarà forse ottenibile mediante un ragionevole grado di consenso sociale: le moderate rivendicazioni salariali dei primi mesi del 1976 sembrano creare le condizioni adatte per un recupero dei profitti aziendali. Dureranno tali circostanze? In gran parte del mondo industriale le prospettive sono tutt'altro che radiose. L'azione incontrollata delle forze di mercato è rifiutata in quanto esse tenderebbero a creare situazioni di privazione e di disuguaglianza. Al tempo stesso è difficile trovare un'altra via politicamente accettabile che assicuri una formazione di capitale sufficiente ad assorbire la manodopera disoccupata ed a riportare i tassi di sviluppo ai livelli raggiunti negli anni Sessanta. Ciò nondimeno questo è quanto ancora si aspetta la maggior parte della gente.

### III. INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA.

Nei paesi industriali, anche se con sfasamenti di tempo insolitamente ampi, la recessione ha realmente rallentato l'inflazione e la prima fase di ripresa economica ha contribuito a consolidare i precedenti successi conseguiti nella lotta contro l'inflazione stessa. Ma il grado di successo è stato finora disuguale da paese a paese. Sussiste inoltre il rischio di una rinnovata accelerazione degli incrementi dei prezzi, qualora la ripresa sincronizzata dovesse sfuggire al controllo. E' pertanto essenziale che la politica monetaria contribuisca a mantenere il moderato ritmo di ripresa tenendo in briglia gli aggregati monetari.

Anche se questo compito potrà rivelarsi difficile, considerata la notevole ampiezza dei disavanzi del settore pubblico, dalle statistiche dello scorso anno emerge almeno un elemento confortante: durante la recessione e nello stadio iniziale della ripresa, in molti paesi l'espansione dell'offerta di moneta si è mantenuta più moderata che nella fase comparabile del ciclo economico precedente.

#### **Il recente andamento dell'inflazione dei prezzi.**

Da ormai circa un anno e mezzo l'inflazione dei prezzi al consumo è andata gradualmente scemando, anche se ad un ritmo più soddisfacente in taluni paesi che in altri.

Come è noto, i tassi di inflazione avevano subito una forte accelerazione nel 1974, nonostante la recessione fosse iniziata già verso la fine del 1973. Soprattutto sotto la spinta dei precedenti forti rincari del petrolio e delle materie prime, i prezzi al consumo avevano generalmente raggiunto le punte massime di incremento verso la fine del 1974, e a dicembre i tassi di inflazione su dodici mesi si situavano entro il 10 e il 25 % nella maggior parte dei paesi. Solo in due casi - Germania e Svizzera - i tassi di inflazione sono diminuiti nel 1974.

Frattanto, intorno all'estate o all'inizio dell'autunno del 1974, i prezzi all'ingrosso avevano cominciato a salire più lentamente e, al volgere dell'anno, essi avevano assunto un corso decisamente più stabile, rimanendo relativamente stazionari nella maggior parte dei paesi durante il primo semestre del 1975. Durante questo stesso periodo in taluni paesi, come Benelux, Francia e Svizzera, i prezzi all'ingrosso hanno avuto persino una lieve flessione. Tra i paesi maggiori, solo il Regno Unito ha continuato a far registrare forti incrementi.

Seguendo l'andamento delle quotazioni all'ingrosso con il consueto ritardo, la tendenza ascendente dei prezzi al consumo ha presentato una inflessione verso il volgere del 1974. Nel corso del 1975 nella maggior parte dei paesi il tasso di incremento è stato sensibilmente inferiore rispetto all'anno precedente. A dicembre, un cospicuo numero di paesi - Austria, Danimarca, Germania, Giappone, Stati Uniti e Svizzera - era riuscito infatti a ridurre l'inflazione dei prezzi al consumo a un tasso su dodici mesi variante dal 3,5 al 7,5 %. In un certo numero di altri paesi, tra cui Benelux, Canada, Francia, Italia e Svezia, i tassi d'inflazione si addensavano intorno





Prezzi al consumo.

Paesi	Variazioni percentuali su dodici mesi						
	1971 dicembre	1972 dicembre	1973 dicembre	1974 dicembre	1975 giugno    dicembre		1976 mese più recente
Austria . . . . .	4,9	7,6	7,8	9,7	8,3	6,8	7,7 <sup>1</sup>
Belgio . . . . .	5,6	6,4	7,3	15,7	12,5	11,0	9,7 <sup>1</sup>
Canada . . . . .	5,0	5,1	9,1	12,3	10,3	9,5	8,9 <sup>1</sup>
Danimarca . . . . .	5,7	7,1	12,6	15,5	10,6	4,3	8,9 <sup>1</sup>
Finlandia . . . . .	8,6	7,1	14,1	16,9	18,1	18,1	16,7
Francia . . . . .	6,0	6,9	8,5	15,2	11,7	9,6	9,6 <sup>2</sup>
Germania . . . . .	5,8	6,5	7,8	5,9	6,4	5,4	5,2 <sup>1</sup>
Giappone . . . . .	4,6	5,3	19,1	21,9	13,4	7,6	9,3 <sup>1</sup>
Italia . . . . .	4,7	7,4	12,5	24,5	19,0	11,2	13,9 <sup>2</sup>
Paesi Bassi . . . . .	8,4	7,9	8,2	10,9	10,3	9,1	9,8 <sup>1</sup>
Regno Unito . . . . .	9,0	7,7	10,6	19,2	26,1	24,9	18,9 <sup>1</sup>
Spagna . . . . .	9,7	7,3	14,2	17,9	17,1	14,1	16,2 <sup>2</sup>
Stati Uniti . . . . .	3,4	3,4	8,8	12,2	9,3	7,0	6,1 <sup>1</sup>
Svezia . . . . .	7,1	6,2	7,5	11,6	10,6	8,9	11,1 <sup>2</sup>
Svizzera . . . . .	6,6	6,9	11,9	7,6	8,0	3,4	2,2 <sup>1</sup>

<sup>1</sup> Aprile. <sup>2</sup> Marzo.

a valori del 9-11%. Nel Regno Unito, per contro, i prezzi al consumo sono ancora aumentati di quasi il 25% nel corso dell'anno.

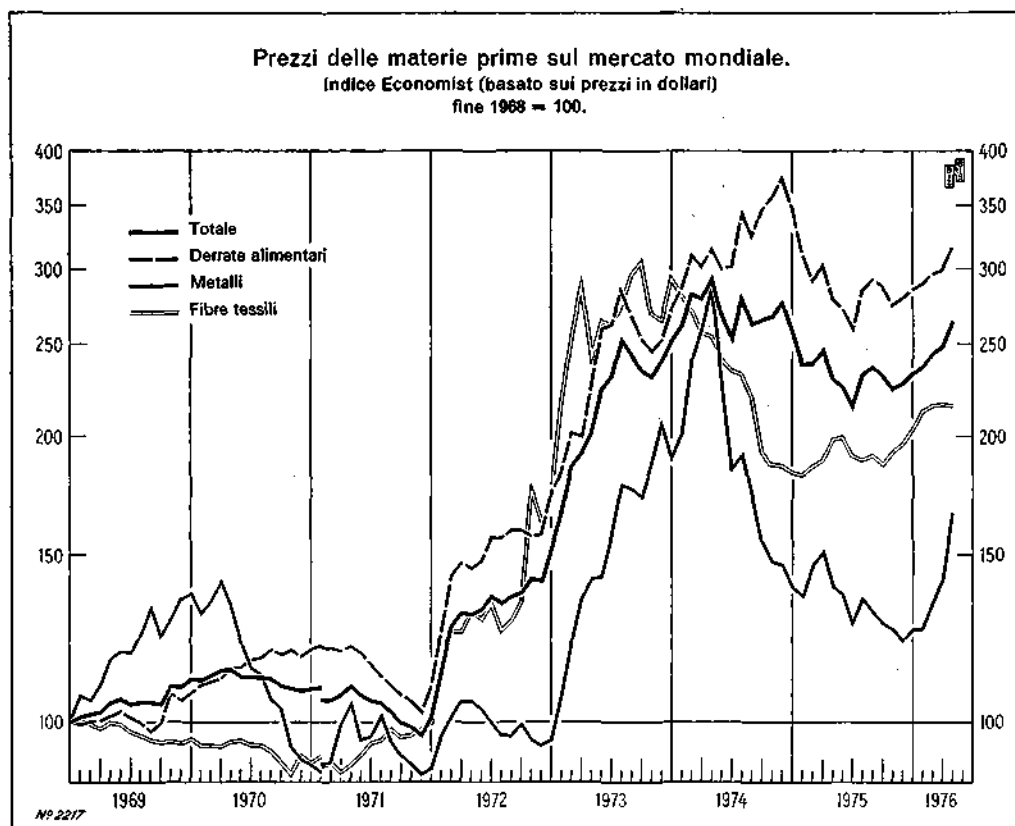
Nei primi mesi del 1976 gli andamenti sono stati piuttosto difforni. Il tasso di inflazione su dodici mesi è ulteriormente calato in paesi quali Belgio, Canada, Stati Uniti e Svizzera e la situazione risulterebbe ancora migliore sulla base dei soli dati relativi agli ultimi sei mesi. Nel caso del Regno Unito, ad esempio, l'incremento dei prezzi da ottobre ad aprile - espresso in termini di tasso annuo - è sceso al 15,4%, registrando un sensibile miglioramento rispetto ai risultati del 1975. Di recente, l'inflazione dei prezzi al consumo sembra, per contro, aver una recrudescenza in molti paesi. Tali aumenti possono riflettere, in certa misura, l'impatto iniziale del nuovo rincaro dei prezzi all'ingrosso in atto in diversi paesi dall'estate del 1975.

Ciò nonostante, il quadro generale dei movimenti dei prezzi dagli inizi del 1975 consente due evidenti conclusioni. In primo luogo, nei paesi industriali occidentali si è assistito ad un generale rallentamento del tasso di inflazione dei prezzi. In secondo luogo, il grado di successo raggiunto è stato notevolmente diverso da paese a paese. Come si possono spiegare questi sviluppi?

**Fattori determinanti il rallentamento dell'inflazione.**

Il fattore singolo che più intensamente ha contribuito al deceleramento dell'inflazione è stata la stessa recessione mondiale. La sua influenza è stata avvertita sia indirettamente, attraverso il calo dei prezzi delle materie prime sul mercato mondiale, sia direttamente, attraverso l'indebolimento della domanda sui mercati del lavoro e dei prodotti. Tuttavia, i prezzi dei beni finali sono stati lenti nel reagire all'indebolimento della domanda, e ciò per effetto del mero slancio dell'inflazione e, più specificamente, del tempo necessario ai precedenti incrementi di prezzo del petrolio e delle materie prime per esercitare tutto il loro effetto sul sistema.

*Prezzi internazionali delle materie prime.* Lo scorso anno il fattore di primo piano nell'attenuazione delle pressioni inflazionistiche è stato il calo dei prezzi delle materie prime sui mercati mondiali. Secondo l'indice dell'Economist basato sui prezzi in dollari, essi hanno cominciato mediamente a diminuire dalla primavera del 1974, e fino alla metà circa del 1975 il calo è continuato a ritmo irregolare. In particolare, si è avuta un'iniziale tendenza al ribasso dei prezzi delle fibre tessili, cui è seguito un brusco cedimento dei prezzi dei metalli in aprile, mentre per le derrate alimentari le quotazioni hanno continuato ad aumentare sensibilmente prima di cedere verso la fine del 1974. Questi ribassi hanno avuto una ripercussione molto rapida, anche se con sfasamenti diversi, sui prezzi all'ingrosso nei singoli paesi (vedasi grafico a pagina 26). Alla metà del 1975 l'indice dell'Economist si trovava a circa 2,2 volte il livello di fine 1971, a fronte di un massimo di quasi 3 registrato nell'aprile del 1974.



Il prezzo del petrolio greggio, non compreso nell'indice dei prezzi delle materie prime, è leggermente calato fino alla tarda estate del 1975, in seguito al ristagno della domanda e agli sforzi di taluni paesi produttori di conquistarsi una più ampia quota del mercato. In settembre i paesi dell'OPEC hanno annunciato un nuovo aumento del 10% dei prezzi-base, a valere fino alla metà del 1976. Da allora i prezzi effettivi di mercato sembrano essersi rafforzati nel contesto della ripresa economica mondiale.

Dall'estate scorsa, l'indice generale dei prezzi delle materie prime ha ricominciato a salire, inizialmente sotto l'impulso della componente derrate alimentari, ma

successivamente anche per effetto delle fibre tessili e dei metalli. Nella primavera del 1976 l'indice era tornato a oltre 2,6 volte il livello raggiunto nel dicembre 1971, riguadagnando quindi circa la metà del calo subito durante la recessione. L'impulso a tali variazioni è derivato principalmente dal nuovo rilancio dell'attività economica; nel caso delle derrate alimentari i prezzi sono tuttavia saliti per l'azione di particolari fattori, quali un altro magro raccolto di cereali nell'Unione Sovietica ed una ridotta offerta di caffè in seguito ai gravi danni causati dal gelo in Brasile.

*Salari nominali, costi salariali unitari e margini di profitto.* Come la caduta dei prezzi mondiali delle materie prime ha determinato un rallentamento dell'inflazione dei prezzi interni, analogamente il migliorato andamento dei prezzi al consumo ha esercitato un'influenza moderatrice sull'espansione dei salari nominali. Inoltre, l'affievolirsi della domanda interna ha comportato, attraverso la sua diretta ripercussione sui mercati del lavoro e delle merci, una certa attenuazione delle pressioni salariali, ma nello stesso tempo ha causato anche una notevole erosione dei margini di profitto.

Salari nell'industria<sup>1</sup>.

Paesi	Variazioni percentuali su dodici mesi						
	1971 dicembre	1972 dicembre	1973 dicembre	1974 dicembre	1975 giugno	1975 dicembre	1976 mese più recente
Austria . . . . .	12,5	7,2	12,0	15,3	15,8	10,4	.
Belgio . . . . .	12,6	15,0	16,3	24,1	19,6	18,0	12,3 <sup>2</sup>
Canada . . . . .	8,6	8,2	9,5	16,6	17,7	13,2	13,3 <sup>2</sup>
Danimarca . . . . .	13,9	11,3	24,7	22,4	20,2	14,7	.
Finlandia . . . . .	19,2	11,4	19,2	24,6	23,5	18,9	.
Francia . . . . .	10,7	12,2	15,9	20,3	17,2	14,8	.
Germania . . . . .	5,6	9,3	7,5	15,0	9,8	9,0	4,2 <sup>2</sup>
Giappone . . . . .	13,8	16,9	19,1	25,6	12,9	13,8	14,6 <sup>4</sup>
Italia . . . . .	10,8	12,1	25,4	24,1	31,1	20,3	.
Paesi Bassi . . . . .	15,0 <sup>3</sup>	10,7 <sup>2</sup>	14,2 <sup>2</sup>	16,6 <sup>2</sup>	13,4 <sup>4</sup>	13,9 <sup>5</sup>	13,5 <sup>2</sup>
Regno Unito . . . . .	9,0	14,0	14,7	26,7	24,3	20,7	19,3 <sup>4</sup>
Spagna . . . . .	12,1	19,8	24,7	31,4	24,5	26,2 <sup>5</sup>	.
Stati Uniti . . . . .	6,0	6,5	6,6	11,7	10,2	7,1	6,6 <sup>4</sup>
Svezia . . . . .	10,6	11,3	8,6	13,7	9,1	18,7	22,7 <sup>4</sup>
Svizzera . . . . .	8,9	8,5	9,2	10,7	8,3	5,8	.

<sup>1</sup> Salari di fatto mensili, settimanali od orari, esclusi i dati in corsivo che rappresentano salari contrattuali.  
<sup>2</sup> Marzo. <sup>3</sup> Gennaio. <sup>4</sup> Febbraio. <sup>5</sup> Ottobre. <sup>6</sup> Luglio.

L'andamento dei salari nominali ha mostrato ampie differenze da paese a paese. In taluni, il tasso di incremento è notevolmente diminuito, ed è il caso, in particolare, della Germania, degli Stati Uniti e della Svizzera, paesi in cui i salari di fatto o contrattuali sono saliti nel 1975 solo del 6-8%, ed anche del Giappone dove l'espansione delle retribuzioni si è quasi dimezzata rispetto al 1974. Un altro gruppo di paesi, tra cui Belgio, Canada, Danimarca, Francia e Paesi Bassi, è riuscito a ridurre in maniera rilevante l'inflazione dei salari, ma i tassi di incremento, varianti dal 13 al 18%, sono rimasti elevati. In altri paesi ancora - Finlandia, Italia, Regno Unito e Spagna - le maggiorazioni dei salari nominali si sono situate all'incirca tra il 20 e il 25%.

I divari nell'andamento dei salari sono stati anche maggiori se misurati in termini di costi salariali per unità di prodotto. Nel corso del 1975, negli Stati Uniti e in

Germania i costi unitari nell'industria manifatturiera sono rimasti praticamente stabili, mentre in Giappone sono saliti del 6%, anche se a questo tasso fa riscontro un incremento di quasi il 35% nel 1974. In tutti e tre i casi, ma soprattutto negli Stati Uniti, i dati rispecchiano già gli incrementi della produzione oraria per addetto dall'avvio della ripresa economica. Nella maggior parte degli altri paesi, tuttavia, l'aumento dei costi salariali unitari è stato lo scorso anno del 15-25% e in taluni casi anche più elevato. Tali incrementi hanno parzialmente rispecchiato il basso utilizzo della capacità produttiva degli impianti e della manodopera.

In molti casi, comunque, l'elemento di disturbo è rimasto il fatto che il tasso di incremento dei salari non era in rapporto equilibrato con gli incrementi effettivi o potenziali di produttività. In molti paesi, particolarmente in quelli dell'Europa occidentale, i salari sono stati più strettamente agganciati ai prezzi al consumo attraverso meccanismi di indicizzazione, di cui un effetto fondamentale è stato quello di rendere più difficile un rapido rallentamento dell'inflazione. Tali meccanismi hanno carattere più istituzionale in alcuni paesi (ad esempio, Benelux e Italia) che non in altri ed hanno reso praticamente impossibile sostanziali aggiustamenti dei redditi reali, come sarebbe stato opportuno in seguito al peggioramento delle ragioni di scambio a causa dei più elevati prezzi del petrolio e delle materie prime.

In tale contesto, pertanto, un certo numero di paesi ha intrapreso nuove iniziative in materia di politica dei redditi. In tutti i casi l'obiettivo è stato quello di interrompere la spirale ascendente dei salari e dei prezzi.

Nel Regno Unito, l'accettazione da parte dei sindacati di un programma di volontario contenimento degli incrementi salariali ha rappresentato un importante fattore nel rallentamento dell'inflazione dei prezzi. In base a questa politica, gli incrementi salariali per l'anno a decorrere dall'agosto 1975 devono essere limitati a £6 la settimana, e non sono consentite maggiorazioni se il reddito eccede £8.500 all'anno. Il limite equivale in media ad un aumento del 12% su base annua. Tale accordo è intervenuto dopo un periodo di dodici mesi in cui i salari contrattuali erano aumentati di quasi il 35%. Nel bilancio dell'aprile di quest'anno, il Cancelliere dello Scacchiere ha offerto un "pacchetto" di agevolazioni fiscali, condizionato all'accettazione da parte dei lavoratori delle nuove direttrici per l'espansione dei salari nell'anno che decorre dall'agosto 1976. In base ad accordi successivi la nuova formula adottata prevede un aumento massimo del 5% dei salari settimanali, con un limite superiore di £4 ed uno inferiore di £2,50. Si prevede che l'accordo riesca a contenere entro il 6% circa l'incremento medio dei salari di fatto sull'anno; su questa base le agevolazioni fiscali verrebbero concesse integralmente.

In Canada, la situazione di forte tensione sul mercato del lavoro ha indotto il governo ad introdurre nell'ottobre 1975 un vasto programma antinflazionistico, comprendente varie direttive concernenti i prezzi ed i redditi, vincolanti per la maggior parte dei gruppi sociali. L'obiettivo è quello di ridurre dall'inizio del programma l'aumento dei prezzi dal 10% al 4% circa.

In diversi paesi i progressi compiuti nella lotta contro l'inflazione sono sembrati dipendere dalla modifica, o dalla temporanea sospensione, dei meccanismi di indicizzazione. Nei Paesi Bassi, dove l'inflazione dei prezzi nel 1975 è rimasta quasi altrettanto sostenuta che nel 1974, il governo ha introdotto un blocco di tutti i rinnovi contrattuali per la durata di sei mesi a partire dal dicembre scorso, con l'esclu-

sione dell'aggiustamento semestrale in base all'indice dei prezzi attuato agli inizi del 1976. In Belgio, dove il sistema di indicizzazione attualmente in vigore si applica sia al settore pubblico sia a quello privato e comporta frequenti aggiustamenti, è stato deciso di interrompere per un certo tempo l'aggancio ai prezzi per i salari al di sopra di un certo importo. In Italia, a seguito di un nuovo accordo tra lavoratori e datori di lavoro concluso all'inizio del 1975, il meccanismo della scala mobile è stato addirittura reso più sensibile agli incrementi dei prezzi. Da allora, in relazione al brusco crollo della lira e al riacutizzarsi delle forze inflazionistiche, è stata sostenuta l'opportunità di una qualche modifica al sistema di indicizzazione.

### **Priorità nelle politiche e interazione tra inflazione e tassi di cambio.**

Nei paesi industriali il corso dell'inflazione ha seguito andamenti notevolmente diversi. In precedenza si è già accennato ad alcune ragioni di tali differenze, ma la causa essenziale risiede nelle scelte delle priorità nelle politiche dei singoli paesi e nel modo in cui tali scelte hanno avuto la tendenza, attraverso la loro influenza diretta sul tasso di cambio, a ripercuotersi sullo stesso tasso di inflazione.

Poco più di due anni fa, tutti i paesi industriali si erano trovati, in varia misura, di fronte a un problema analogo, cioè quello di adeguarsi all'impatto del vertiginoso rincaro del petrolio e delle materie prime. La diversità delle loro reazioni si è prevalentemente manifestata nella scelta da essi effettuata tra lotta all'inflazione a scapito del sostegno dell'attività economica e accettazione di grossi disavanzi di parte corrente.

Tre importanti paesi - Germania, Giappone e Stati Uniti - sono stati alla testa nell'intraprendere politiche chiaramente orientate al contenimento dell'inflazione. Altro paese che ha assunto un atteggiamento risoluto contro l'inflazione è stata la Svizzera.

Al polo opposto si sono collocati diversi paesi che hanno cercato di mantenere l'occupazione a livelli abbastanza elevati. Tra questi vanno annoverati il Canada, la Norvegia, il Regno Unito e la Svezia tutti paesi che hanno potuto a quel tempo accedere senza difficoltà al finanziamento estero.

Altri paesi hanno assunto in genere posizioni intermedie. In taluni di essi, quali Belgio, Francia e Danimarca, il meccanismo del "serpente" ha comportato una certa disciplina monetaria. In vari paesi, come Danimarca, Francia, Italia e Spagna, la gravità dei disavanzi petroliferi ha reso difficile mirare direttamente all'equilibrio delle partite correnti e, pertanto, restrizioni interne si sono dovute accompagnare ad indebitamenti con l'estero.

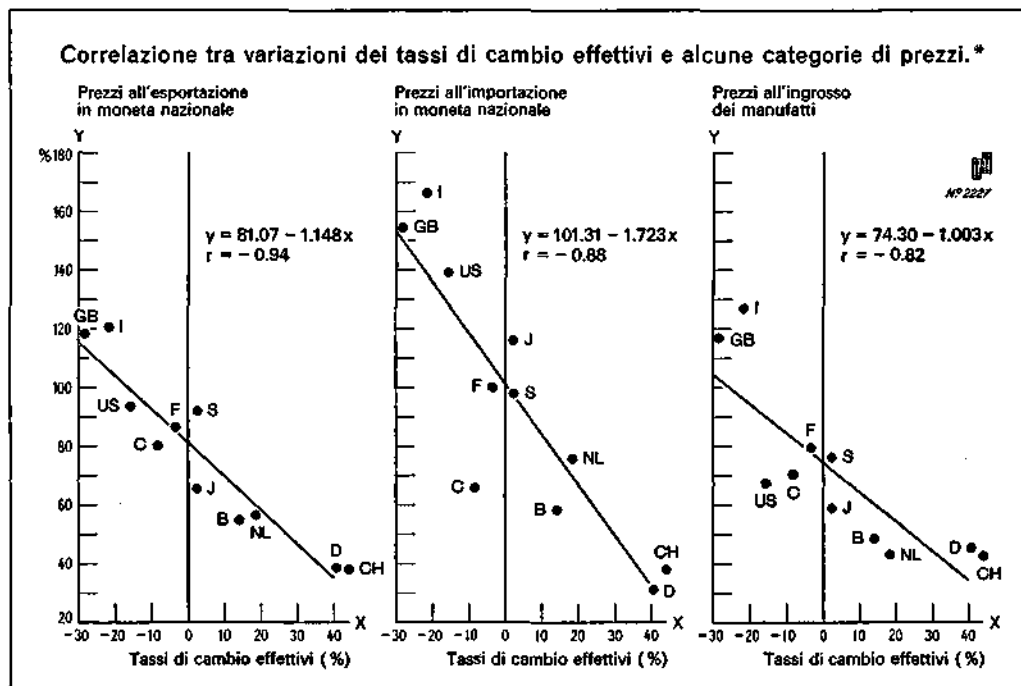
Da queste differenti esperienze emerge abbastanza chiaramente un'importante conclusione. Da un lato, quei paesi che sono intervenuti contro l'inflazione con rapidità e costante risolutezza sono riusciti a porla sotto maggiore controllo in modo assai soddisfacente; e sono stati per di più in grado di farlo ricorrendo essenzialmente alle forze di mercato. Dall'altro lato, quei paesi che hanno dato maggior peso alla produzione e all'occupazione si sono trovati, ancora dopo due anni, a fronteggiare problemi apparentemente intrattabili di inflazione salari/prezzi, insieme alla maggior parte degli effetti avversi della recessione. In diversi casi, pertanto, il ricorso

a politiche dei redditi, spesso in aggiunta ad interventi monetari e fiscali, è apparso ben presto come la sola via soddisfacente per uscire rapidamente dalla spirale inflazionistica.

Una seconda importante ragione della diversità degli andamenti inflazionistici risiede nel *modus operandi* dei tassi di cambio fluttuanti.

Ormai da diversi anni la dinamica dei prezzi e dei salari nei singoli paesi è strettamente correlata al movimento relativo dei tassi di cambio. Secondo un certo punto di vista, la maggiore autonomia monetaria di cui godono i paesi in regime di tassi fluttuanti implica che i movimenti di cambio rispecchino passivamente i tassi di inflazione che tali paesi "scelgono" di avere rispetto all'inflazione di altri. Sebbene vi sia una buona parte di verità in questa concezione, l'esperienza ha dimostrato che l'interdipendenza tra inflazione e tassi fluttuanti è molto più complessa. I nessi causali si esplicano in entrambe le direzioni e tendono spesso ad autorafforzarsi. Ciò deriva dal fatto che i movimenti nei tassi di cambio possono spesso essere il risultato di cambiamenti in fattori quali la fiducia, le aspettative e il dosaggio delle politiche monetarie e fiscali. Perciò essi, influenzando sui prezzi all'importazione e all'esportazione, possono esercitare un effetto autonomo sul tasso di inflazione dei prezzi interni e dei salari. L'influenza è particolarmente forte nelle economie aperte con vasti settori commerciali e in economie in cui i salari reagiscono rapidamente alle variazioni del livello dei prezzi al consumo.

Ponendo la questione in altri termini, ci si può attendere che un'energica azione per combattere l'inflazione abbia non solo effetti diretti sui prezzi interni e sui salari,



\* Variazioni percentuali cumulative nel periodo 1968-1975.  
 B = Belgio, C = Canada, F = Francia, D = Germania, I = Italia, J = Giappone, N = Paesi Bassi, S = Svezia, CH = Svizzera, GB = Regno Unito e US = Stati Uniti.

ma anche un effetto mediato attraverso il tasso di cambio. Gli interventi di politica economica in quanto tali, insieme alle aspettative che essi ingenerano, tendono a rafforzare il tasso di cambio più di quanto non sia giustificato sulla base della semplice parità di potere d'acquisto. In tal modo, l'apprezzamento della moneta nazionale, diminuendo i costi delle importazioni e comprimendo i proventi delle esportazioni, rafforza l'incidenza diretta delle politiche antinflazionistiche e contribuisce alla loro realizzazione. Per contro, quando l'inflazione interna porta ad un deprezzamento della moneta, quest'ultimo tenderà ad alimentare l'inflazione stessa ed un simile "circolo vizioso" potrà allora essere spezzato solo mediante drastici interventi di politica economica.

Che esista una stretta interdipendenza tra tassi di cambio e inflazione interna è forse abbastanza evidente a priori. Per una più dettagliata trattazione dell'argomento si rimanda al Capitolo VII; i grafici che precedono offrono una visione sommaria della correlazione esistente tra variazioni percentuali nei tassi effettivi di cambio e nei prezzi (per il periodo 1968-1975) in un certo numero di paesi. Essi mostrano, ad esempio, che in quei paesi che hanno avuto forti deprezzamenti - Italia e Regno Unito - l'incremento percentuale dei prezzi all'importazione in moneta nazionale è stato circa 5 volte, e quello dei prezzi all'ingrosso e dei prezzi all'esportazione in moneta nazionale circa 2 ½-3 volte maggiore dei corrispondenti incrementi in Germania e in Svizzera, paesi che hanno registrato ampi apprezzamenti.

### **Il problema in vista.**

Poiché la maggior parte delle economie sta ancora operando molto al di sotto del suo potenziale produttivo, vi è speranza che le pressioni dei prezzi e dei salari continuino ad attenuarsi in una certa misura durante il resto dell'anno. Questa tendenza potrebbe essere rafforzata, con l'affermarsi della ripresa, dall'effetto di un aumento di produttività nel ridurre il costo di lavoro per unità prodotta. Ovviamente, dal momento che la redditività è stata gravemente compressa, sarà naturale - ed anche auspicabile - che le imprese cerchino di riportare i margini di profitto a livelli soddisfacenti. Quindi, in questa fase, l'andamento dei prezzi dipenderà, ancor più del solito, dalla misura in cui sarà possibile contenere i costi di produzione unitari.

Quanto ai salari nominali, i recenti sviluppi in alcuni paesi sono in linea di massima incoraggianti. In Germania, la nuova tornata di contrattazioni salariali ha comportato aumenti del 5,5-6% circa. Negli Stati Uniti, dove è previsto un pesante programma di vertenze contrattuali, si sono raggiunti finora accordi su livelli del 9-10%, mentre la produttività è andata recentemente aumentando in modo sensibile. In Canada, la nuova politica dei redditi del governo sembra aver contribuito a moderare gli aumenti dei salari, sebbene le eccezioni che le direttive consentono si stiano rivelando alquanto preoccupanti. In Giappone, nella serie di contrattazioni salariali della primavera si è andato ancora consolidando il notevole rallentamento negli aumenti delle retribuzioni avutosi nel periodo 1974-75. Inoltre, fatto quanto mai incoraggiante, i sindacati nel Regno Unito hanno accettato un inasprimento delle direttrici generali relative agli aumenti delle retribuzioni nell'anno che decorre da agosto, benché per sua natura il nuovo schema di regolamentazione salariale possa portare ad ulteriori distorsioni nella struttura delle retribuzioni.

In numerosi paesi, tuttavia, il progresso sul fronte delle retribuzioni è stato meno sensibile. In Italia, ad esempio, dove sono in corso trattative per il rinnovo di contratti triennali, i sindacati, oltre ad essersi fermamente opposti a qualsiasi modifica del sistema della scala mobile, hanno richiesto forti aumenti dei salari reali.

In termini più generali, comunque, la più grave minaccia immediata di una ripresa dell'inflazione proviene dall'andamento dei prezzi sui mercati mondiali delle materie prime. Dall'estate scorsa, con l'avviarsi e l'estendersi geograficamente della ripresa, tali quotazioni sono di nuovo aumentate. Questi rincari hanno già avuto un percettibile impatto sui prezzi all'ingrosso e potranno presto trasmettersi in modo crescente anche ai prezzi al consumo. La ripercussione sui salari sarebbe a questo punto solo una questione di tempo.

Quali possibilità vi sono che gli eventi seguano effettivamente questo corso? Ciò dipenderà in gran parte dalla forza della ripresa nei singoli paesi e dal grado di sincronia. Come indicato nel Capitolo I, la ripresa si è già rivelata più robusta e diffusa di quanto si prevedesse ed il pericolo che si ripeta una fase di *boom* simultaneo come nel 1972-73, con prezzi del mercato mondiale in rapida ascesa, non può essere escluso.

In breve, attualmente vi sono valide ragioni di carattere *generale* perché le politiche nazionali tengano bene in briglia la domanda globale. Solo assicurando una crescita a ritmo moderato delle economie, tenuto conto della loro azione di rinforzo reciproco, si potrà evitare un riaccendersi dell'inflazione e consentire un prolungato periodo di elevati investimenti.

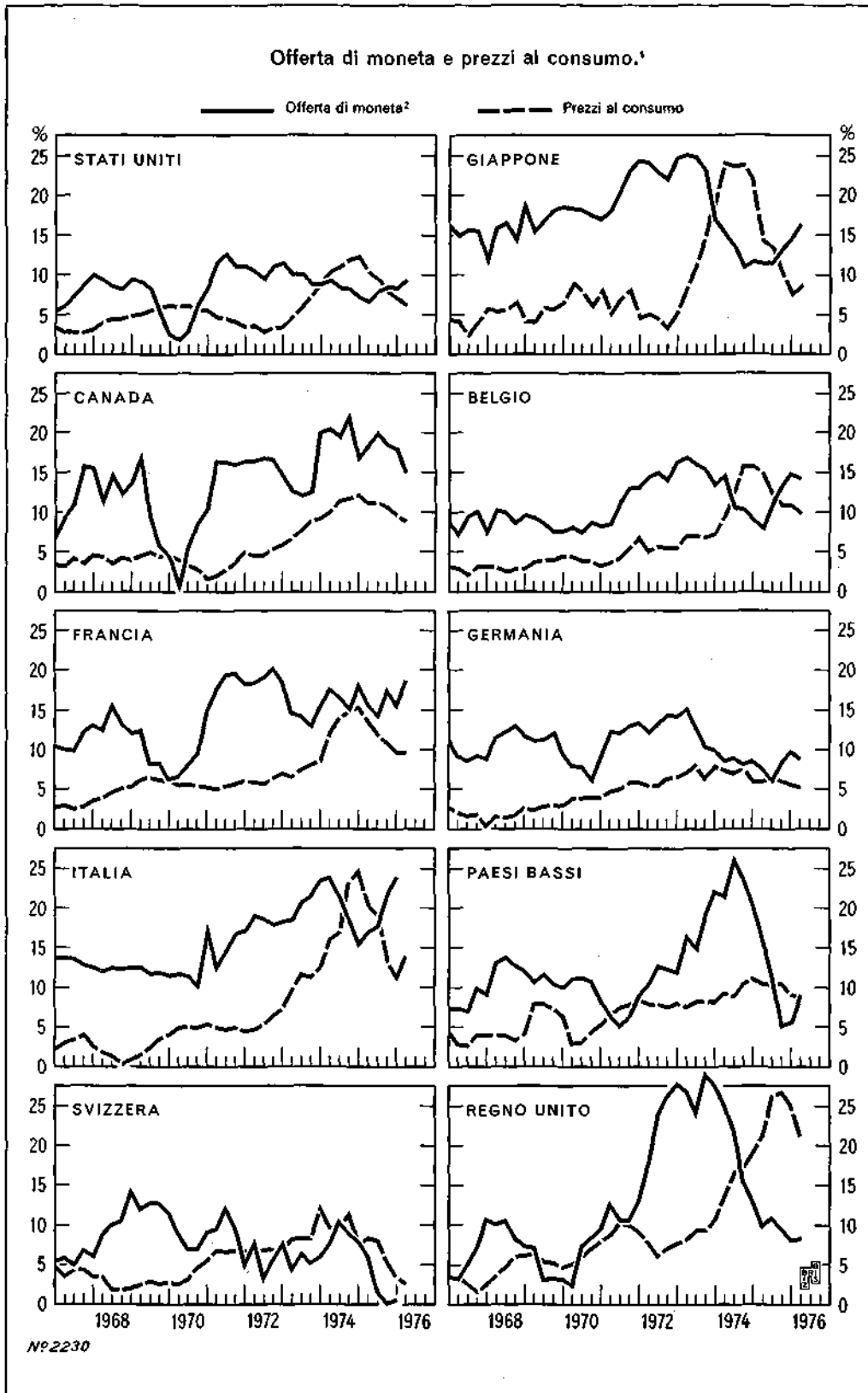
### **Il ruolo della politica monetaria.**

Di fronte ai problemi che erano chiamate a fronteggiare, le autorità nazionali hanno cercato in tutti i modi di evitare le insidie degli anni 1972-73 e di conseguire ulteriori progressi contro l'inflazione con il procedere della ripresa economica. In un tale contesto è largamente accettata l'idea che il mantenimento di un tasso di crescita monetaria più regolare che in passato possa essere utile a questo fine.

La "riscoperta" della moneta non è un fenomeno recente. Nondimeno, gli ultimi dieci anni hanno ulteriormente fornito valide prove *prima facie* della stretta relazione esistente nel lungo periodo fra espansione monetaria e inflazione dei prezzi, a livello sia mondiale sia nazionale. Come mostrano i grafici che seguono, l'accelerazione dell'inflazione dei prezzi nel 1972-74 era stata preceduta da un notevole aumento del ritmo di espansione della moneta. Inoltre, questo più rapido procedere dell'espansione monetaria era già iniziato nel periodo di recessione del 1970-71. Alla luce di questa esperienza, si è rivolta crescente attenzione agli "aggregati monetari" — soprattutto la base monetaria, l'offerta di moneta (variamente definita) e il credito bancario — e alla loro relazione con la domanda finale.

E' incoraggiante osservare come i tassi di espansione dell'offerta di moneta durante la recessione e nel primo stadio della ripresa non siano balzati all'insù come nel ciclo precedente. Vi sono ovviamente parecchi modi per misurare le variazioni nel grado di liquidità e per raffrontarle nei due periodi. Poiché nel secondo periodo la recessione è stata molto più acuta ed i prezzi sono aumentati in modo assai più rapido, è opportuno fare una duplice comparazione: da un lato, fra le variazioni





<sup>1</sup>Variazioni su dodici mesi. Dati trimestrali.    <sup>2</sup> M2; per Germania e Regno Unito, M3.

cumulative reali nell'offerta di moneta; dall'altro fra queste ultime e le variazioni del PNL in termini reali. Tale raffronto può darci una certa idea della *crescita* comparativa della liquidità in termini reali nelle due fasi congiunturali, benché chiaramente esso non misuri l'adeguatezza (ovvero l'eccesso) di liquidità in un qualsiasi punto del ciclo.

Raffronto dell'espansione "reale" della moneta nelle fasi di recessione e di ripresa di due cicli.

Paesi	Variazioni cumulative percentuali			
	giugno 1969-dicembre 1971		giugno 1973-dicembre 1975	
	Offerta di moneta in termini reali <sup>1</sup>	PNL in termini reali	Offerta di moneta in termini reali <sup>1</sup>	PNL in termini reali
Francia . . . . .	19,5	14,9	11,2	- 0,4
Germania . . . . .	15,0	10,3	7,9	- 0,3
Italia . . . . .	28,5	4,4 <sup>2</sup>	13,2	- 7,2 <sup>2</sup>
Giappone . . . . .	39,4	22,7	- 3,5	1,8
Regno Unito . . . . .	5,4	4,9	- 11,5	- 1,3
Stati Uniti . . . . .	10,2	3,8	- 1,6	- 1,0

<sup>1</sup> Cifre depurate delle corrispondenti variazioni dei prezzi al consumo. M3 per Germania, Regno Unito e Stati Uniti; M2 per gli altri paesi. <sup>2</sup> Produzione Industriale.

Come mostra la tabella, la crescita dell'offerta di moneta in termini reali, è stata ben più moderata in tutti i principali paesi nel periodo dalla metà del 1973 alla fine del 1975 rispetto alla fase pressappoco corrispondente del ciclo precedente. Vi sono peraltro state alcune differenze abbastanza pronunciate fra i vari paesi. In Giappone, nel Regno Unito e negli Stati Uniti l'offerta reale di moneta ha addirittura segnato una contrazione, per di più maggiore di quella del PNL a prezzi costanti, mentre in Francia, Germania e Italia la variazione è stata positiva e di molto superiore alle rispettive variazioni del PNL in termini reali. Nel complesso il migliore risultato conseguito nell'attuale fase congiunturale parrebbe essere imputabile alla maggiore attenzione prestata agli aggregati monetari, anche se esso può rispecchiare l'acutezza della caduta nella domanda di credito bancario da parte del settore privato, che ha facilitato di molto un contenimento nell'espansione dell'offerta di moneta.

*Indirizzi seguiti nella gestione quantitativa della moneta.* Mentre vi è un sostanziale accordo sulle conseguenze inflazionistiche nel lungo periodo di un'eccessiva espansione della moneta, le autorità differiscono considerevolmente nell'impostazione data alla gestione monetaria ed anche nel grado di controllo che mostrano di avere sul comportamento della moneta.

Finora solo un numero ristretto di banche centrali ha adottato la pratica di fissare norme - in forma di obiettivi o di indicatori - per l'espansione degli aggregati monetari. Queste poi differiscono in modo significativo quanto al tipo scelto, ai fini che con esse si intendono perseguire e al grado di flessibilità con cui sono applicate. Caratteristica comune ad alcuni paesi è il ritenere che la conoscenza, da parte del pubblico, dell'esistenza di tali norme (soprattutto se restrittive) smorzi le aspettative inflazionistiche.

Negli Stati Uniti il Federal Reserve Board, pur avendo introdotto sin dal 1970 la prassi di fissare obiettivi monetari, ha iniziato a renderli noti solo nella primavera

del 1975. Sono presi in considerazione parecchi aggregati e l'obiettivo fissato per ciascuno di essi è espresso in termini di un margine di espansione consentita per l'anno a venire. Dal momento che gli obiettivi sono sottoposti a revisione su base trimestrale e poiché il margine di espansione consentita è abbastanza ampio, le autorità dispongono di un buon grado di flessibilità operativa.

In Svizzera, nel 1975 le autorità avevano fissato al 6% l'espansione della moneta della banca centrale, tasso che si è rivelato alquanto ampio, perché il PNL è diminuito leggermente in termini nominali ed è caduto del 7% in termini reali. Per il 1976 è stato mantenuto lo stesso obiettivo, che sarà però passibile di revisione qualora la ripresa si dimostri più forte del previsto.

Anche la Deutsche Bundesbank si vale di un obiettivo di espansione monetaria i cui fini sembrano ispirati a criteri più generali rispetto agli Stati Uniti e alla Svizzera. L'obiettivo è espresso in termini di tasso annuale di aumento della moneta della banca centrale (moneta in circolazione più riserve obbligatorie delle banche, rettificata in base alle variazioni nei coefficienti di riserva), che risulta variare in stretta correlazione con  $M_3$ , (uguale a  $M_2$  più i depositi a risparmio con termine di preavviso legale). Poiché nel 1975, a causa di sviluppi sopraggiunti verso la fine dell'anno, si è superato il limite di espansione dell'8%, la norma per il 1976, sebbene di nuovo fissata all'8%, si applicherà sulla base delle medie annuali, il che comporterà una flessione nel ritmo di aumento. Nel rendere noto l'obiettivo, la Bundesbank ha espresso la speranza che gli imprenditori ed i sindacati si sarebbero sforzati quanto più possibile di utilizzare questo margine di espansione monetaria per accrescere la produzione e l'occupazione e non per aumentare i prezzi ed i costi.

Anche in Canada la banca centrale ha seguito più da vicino gli aggregati monetari, concentrando l'attenzione su  $M_1$ . Nessun obiettivo era stato reso noto fino all'ottobre scorso, quando la Banca del Canada ha annunciato che il *trend* dell'espansione monetaria avrebbe dovuto essere mantenuto entro il 10-15% all'anno. Nel febbraio 1976, constatandosi che  $M_1$  stava crescendo a un tasso superiore a quello massimo, la politica monetaria è stata resa più severa. Si è affermata inoltre la necessità di ridurre gradualmente il tasso di incremento coerentemente con la riduzione dell'inflazione che il programma economico del governo comporta.

La Banca d'Italia si vale da tempo, come strumento operativo, della "base monetaria", pur avendo dovuto porre recentemente l'accento anche su un sistema di limiti per regolare l'espansione globale del credito. Nel novembre scorso è stato posto per il 1976 un limite al totale del credito interno e, nell'ambito di questo, un massimale per il fabbisogno di credito del Tesoro ed un altro per il credito diretto della Banca d'Italia al Tesoro.

In altri paesi le banche centrali sembrano porre l'accento soprattutto sui tassi di interesse, anche se in alcuni casi è stata limitata la disponibilità del credito assoggettandolo a massimali o direttrici, oppure agendo direttamente sulla liquidità delle banche commerciali. In questi paesi, si tende a considerare l'offerta di moneta più come un indicatore — principalmente dell'efficacia della politica economica globale — che come un obiettivo operativo esplicito. Questa impostazione si spiega in parte con l'osservazione di un nesso di tipo lasco fra moneta e spesa; in larga misura, soprattutto in paesi come Belgio, Francia e Olanda, essa riflette poi il grado di apertura di tali economie e l'importanza attribuita alla componente esterna. Tale approccio

può inoltre essere in una certa misura conseguenza di forze squilibratrici interne che per la loro frequenza e intensità non sono facilmente riconducibili alla sola influenza della banca centrale. Nel caso del Regno Unito, ad esempio, le autorità monetarie esprimono un parere circa il corso desiderato per l'espansione monetaria, ma il risultato effettivo è considerato dipendere fortemente dall'andamento dei salari e dei prezzi, dal fabbisogno finanziario del settore pubblico e dal mercato dei titoli del debito pubblico.

*Problemi di controllo monetario.* La capacità — o la volontà — delle banche centrali di fare affidamento esclusivamente sul controllo degli aggregati monetari sembra limitata da una doppia serie di fattori.

La prima riguarda problemi tecnici, presenti con varia intensità nella maggior parte dei paesi. Fra questi vi sono i bruschi mutamenti di breve periodo nella preferenza per la liquidità, che possono produrre ampie oscillazioni nei saggi d'interesse se il tasso di espansione dell'offerta di moneta viene mantenuto rigidamente costante. Poiché poche banche centrali sono disposte ad accettare tali oscillazioni nel breve periodo, un adeguato aggiustamento dell'offerta di moneta è spesso considerato inevitabile. Inoltre, occorre un certo tempo prima che le banche centrali possano appurare se i grossi aggregati monetari si muovono effettivamente sulla direttrice voluta ed un tempo ancor maggiore per accertare se l'azione correttiva è efficace oppure no. Infine, elemento non meno importante, sembrano potersi individuare massicci spostamenti nel lungo periodo tra i diversi tipi di disponibilità monetarie, in larga parte dovuti alle continue innovazioni nel sistema finanziario. In seguito a tutti questi problemi le banche centrali tendono a tener d'occhio parecchie variabili contemporaneamente.

Il problema fondamentale, tuttavia, riguarda il grado effettivo di controllo che una banca centrale, nel particolare contesto socio-politico in cui opera, può esercitare sulla quantità di moneta. Per esaminare questo problema nella giusta prospettiva è utile osservare il recente andamento non solo dell'offerta di moneta, ma anche delle sue contropartite di credito.

Durante il 1974 nella maggior parte dei paesi l'espansione della moneta e quasi-moneta (soprattutto depositi vincolati e a risparmio) è stata sostanzialmente inferiore alla media registrata durante la recessione e la ripresa del periodo 1969-73. Tuttavia in alcuni paesi essa è andata di nuovo accelerando l'anno scorso, spesso con un ritmo più o meno paragonabile a quello del periodo suddetto. Tuttavia, dato che nel 1975 i prezzi stavano ancora crescendo ad un ritmo relativamente elevato, la creazione di moneta in termini reali è stata in genere minore rispetto al periodo 1969-73. Anche in termini nominali, l'espansione monetaria in alcuni paesi — Giappone, Paesi Bassi, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti — è stata alquanto modesta rispetto ai livelli precedenti e, rispetto al 1974, il Canada ha conseguito uno spiccato rallentamento della sua crescita monetaria.

Nel 1975 il credito bancario al settore privato ha segnato un rallentamento in un certo numero di paesi. La decelerazione è stata particolarmente marcata nel Regno Unito, in Germania (dove era già iniziata nel 1974) e nei Paesi Bassi, ma è stata alquanto sensibile anche in Belgio, Francia e Giappone. Negli Stati Uniti il credito di questo tipo si è addirittura ridotto in termini assoluti. Il fattore più importante alla base di questi mutamenti sembra sia stata la netta flessione negli investimenti delle imprese, soprattutto in scorte, per quanto in alcuni casi essi riflettano anche uno

**Sistema bancario: analisi monetaria**

Paesi	Anni	Contributo all'espansione della moneta e quasi-moneta delle variazioni in:			Variazioni nella moneta e quasi-moneta <sup>1</sup>	Variazioni nel:		
		Attività nette sull'estero	Credito interno al settore pubblico e privato			PNL reale	Deflatore del PNL	PNL nominale
percentuali								
Austria . . . . .	1969-73	1,2	2,4	10,9	14,3	6,5	6,3	13,2
	1974	0,2	1,9	9,9	12,2	4,1	10,5	15,0
	1975	5,5	5,9	9,2	19,4	- 2,0	8,9	6,7
Belgio . . . . .	1969-73	2,2	4,1	6,5	12,4	5,3	5,7	11,3
	1974	- 2,0	5,5	4,3	9,0	4,0	12,7	17,2
	1975	2,6	4,8	7,7	14,8	- 1,5	13,2	11,5
Canada . . . . .	1969-73	0,6	1,5	12,0	13,3	5,2	5,0	10,5
	1974	2,5	- 0,6	16,9	19,4	2,8	13,8	17,0
	1975	- 1,1 <sup>2</sup>	2,2 <sup>2</sup>	12,9 <sup>2</sup>	13,3 <sup>2</sup>	0,2	9,6	9,8
Danimarca . . . . .	1969-73	1,6	- 2,8	11,5	10,1	3,9	7,8	12,0
	1974	- 0,7	0,2	9,7	8,4	1,9	11,2	13,3
	1975	- 1,5	4,4	16,8	25,1	- 1,0	11,5	10,5
Finlandia . . . . .	1969-73	1,9	- 3,3	16,1	15,3	5,9	7,7	14,1
	1974	- 4,4	- 0,8	25,9	17,2	4,4	19,2	24,4
	1975	- 6,2 <sup>2</sup>	4,0 <sup>2</sup>	27,2 <sup>2</sup>	23,4 <sup>2</sup>	0,0	16,5	16,5
Francia . . . . .	1969-73	1,5	- 0,5	15,5	16,8	5,6	6,2	12,1
	1974	- 2,0	3,1	15,8	18,1	3,8	11,6	15,8
	1975	2,8	4,2	12,8	16,0	- 2,5	12,3	9,5
Germania . . . . .	1969-73	2,2	0,8	10,2	13,3	4,4	6,7	11,4
	1974	0,3	2,2	5,0	9,5	0,4	7,0	7,4
	1975	2,3	6,1	4,0	13,6	- 3,4	8,2	4,5
Giappone . . . . .	1969-73	0,8	0,0	18,9	20,6	9,2	6,9	16,7
	1974	- 1,9	2,3	12,4	11,5	- 1,2	20,7	19,3
	1975	- 0,7	5,0	11,6	14,5	2,0	7,3	9,4
Italia . . . . .	1969-73	- 0,2	7,2	11,9	20,6	4,0	7,3	11,6
	1974	- 2,9	8,9	14,2	16,3	3,4	16,3	20,3
	1975	- 1,1	13,4	10,3	23,7	- 3,7	17,2	12,9
Norvegia . . . . .	1969-73	1,5	3,9	7,6	13,5	3,7	8,7	12,7
	1974	1,2	1,0	8,5	11,2	5,3	9,5	15,3
	1975	3,6	3,2	10,6	15,5	2,7	11,9	14,9
Paesi Bassi . . . . .	1969-73	3,7	0,3	10,6	14,1	4,9	7,7	13,0
	1974	1,8	0,4	13,0	14,6	3,3	8,8	12,4
	1975	4,3	3,4	8,1	12,1	- 1,8	10,9	8,9
Regno Unito . . . . .	1969-73	1,1	1,4	9,7	18,8	3,2	7,9	11,4
	1974	- 4,9	5,8	8,9	12,8	- 0,3	13,1	12,8
	1975	- 3,2	8,9	0,1	7,7	- 1,7	26,4	24,3
Spagna . . . . .	1969-73	3,5	1,5	16,9	21,0	6,8	7,8	15,1
	1974	- 0,9	2,1	16,6	19,3	5,0	13,9	19,6
	1975	- 0,7	3,1	17,2	18,4	0,7	16,4	17,2
Stati Uniti . . . . .	1969-73	0,5	4,0	7,8	12,1	3,4	5,1	8,7
	1974	- 0,9	2,1	7,4	9,4	- 1,8	9,7	7,7
	1975	0,9	4,8	- 1,1	6,0	- 2,0	8,7	6,5
Svezia . . . . .	1969-73	1,9	1,7	6,9	9,0	2,9	6,4	9,5
	1974	- 1,1	3,4	8,9	8,1	4,2	8,7	13,3
	1975	2,2	3,0	9,4	10,1	0,5	13,8	14,4
Svizzera . . . . .	1969-73	1,9	0,9	7,2	9,1	4,1	8,0	12,4
	1974	0,0	- 0,7	6,0	4,2	2,0	6,6	8,7
	1975	0,7 <sup>3</sup>	0,9 <sup>3</sup>	5,6 <sup>3</sup>	6,0 <sup>3</sup>	- 7,0	6,3	- 1,1

<sup>1</sup> Da dicembre a dicembre. Uguale alla somma delle prime tre colonne, eccettuate le differenze attribuibili alle variazioni in attività e passività non classificate. <sup>2</sup> Da settembre a settembre. <sup>3</sup> Da novembre a novembre.

Fonte: FMI, *International Financial Statistics*, e fonti nazionali.

spostamento verso l'indebitamento a lungo termine al di fuori del sistema bancario. Per contro, in alcuni paesi, principalmente quelli in cui sono stati compiuti i maggiori sforzi per attenuare la recessione e ove gli incrementi salariali sono stati accentuati, il credito bancario al settore privato è stato, in media, alquanto consistente.

L'elemento di risalto è la misura in cui l'anno scorso la creazione di moneta in diversi paesi si è trovata a dipendere dal finanziamento monetario dei disavanzi del settore pubblico. Se tali disavanzi non fossero sorti, o non si fossero accentuati, e se non fossero stati finanziati attraverso il sistema bancario, il ritmo di espansione dell'offerta di moneta sarebbe potuto cadere, in alcuni casi, ben al di sotto di livelli accettabili. In altre parole, è molto dubbio che una politica monetaria improntata a maggiore larghezza, ad esempio attraverso operazioni di mercato aperto, avrebbe potuto essere attuata in misura sufficiente a neutralizzare la forte riduzione della domanda di credito da parte del settore privato.

Nonostante la transizione a tassi di cambio fluttuanti, le variazioni nelle attività nette sull'estero del sistema bancario hanno continuato a figurare come un'importante contropartita delle variazioni nella moneta e quasi-moneta. Ciò può spesso dipendere dalla politica di intervento della banca centrale, ma può collegarsi anche alla condotta stessa della politica monetaria. In Germania ad esempio, dove nel 1975 la Bundesbank ha ridotto le proprie attività nette sull'estero, la contemporanea presenza di condizioni monetarie distese e di una debole domanda di credito, ha indotto le banche ad aumentare fortemente i loro crediti netti sull'estero. Anche in vari altri paesi del "serpente" la variazione nelle attività nette sull'estero ha rappresentato una vistosa contropartita dell'espansione monetaria. Nella maggior parte dei casi le riserve valutarie ufficiali della banca centrale sono aumentate notevolmente, mentre in Francia e nei Paesi Bassi, come pure in Austria, si è accresciuta considerevolmente anche la posizione netta sull'estero delle banche commerciali.

In alcuni altri paesi, al contrario, una flessione nelle attività nette sull'estero del sistema bancario ha rappresentato un elemento negativo nell'espansione della moneta e quasi-moneta. Ciò è avvenuto, ad esempio, in Finlandia, in Italia, in Giappone e nel Regno Unito.

Al fine di mantenere l'espansione dell'offerta di moneta ad un tasso moderato nell'attuale fase di ripresa le autorità monetarie si troveranno di fronte ad un difficile compito, più o meno opposto a quello che hanno dovuto affrontare nel 1975. Prima o poi riprenderà la domanda di credito da parte del settore privato in conseguenza della ricostituzione delle scorte e forse anche di una maggiore spesa per investimenti fissi. Sarà possibile ridurre contemporaneamente il finanziamento da parte del sistema bancario al settore pubblico? Ciò dipenderà in gran parte da una parallela riduzione nel suo disavanzo. Ma questo è un campo che sfugge al controllo delle banche centrali.

Un aumento autonomo dei salari nominali di dimensioni eccessive potrà porsi come ulteriore ostacolo al controllo monetario. In diversi paesi i salari stanno già crescendo ben più rapidamente degli incrementi di produttività e tale tendenza potrà accentuarsi e diffondersi con l'avanzare della ripresa. Nella misura in cui le banche centrali si sentiranno costrette ad assecondare o "finanziare" tali aumenti salariali, l'espansione monetaria continuerà ad accrescersi. Tuttavia, secondo il grado in cui i paesi riusciranno a negoziare forme realizzabili di politiche dei redditi, l'espansione

monetaria tenderà a mantenersi più bassa. Riuscire a contenere la spirale salari/prezzi con tutti i suoi sottintesi politici è certo essenziale e basilare per il raggiungimento di un tasso di espansione monetaria moderato e più stabile.

Questa breve panoramica mostra che nella gestione monetaria non esistono accorgimenti tecnici che permettano di controllare le passività del sistema bancario in forma di depositi senza prestare la dovuta attenzione alle influenze che agiscono sulla formazione delle attività e quindi a tutte le altre limitazioni di politica economica alle quali le banche centrali sono soggette. E' possibile che fino a qualche anno fa l'attenzione si focalizzasse eccessivamente sul modo in cui la spesa veniva finanziata dal sistema bancario e che una tale ottica abbia fatto trascurare il potenziale inflazionistico di un aumento dell'offerta di moneta. Recentemente si è prodotta una salutare reazione sia nella dottrina, sia nella prassi della politica monetaria. Sarebbe deprecabile se tale reazione, trascurando le forze che operano alla base dei mutamenti nel credito bancario, dovesse spingere all'estremo opposto l'ago della bilancia.

#### IV. MERCATI NAZIONALI DEL CREDITO E DEI CAPITALI.

Sui principali mercati nazionali del credito e dei capitali gli andamenti sono stati dominati dalla recessione, dal perseguimento di politiche fiscali e monetarie di tipo espansivo e dal rilevante rallentamento nel ritmo dell'inflazione. Il rilancio dell'attività economica ha influito finora solo limitatamente sui mercati, mentre in taluni centri europei gli sconvolgimenti valutari agli inizi del 1976 hanno avuto ripercussioni sui saggi d'interesse, che recentemente hanno manifestato segni di un più generale aumento.

L'infusso combinato di questi fattori ha ovviamente determinato un generale allentamento delle tensioni registrate negli anni 1973-74 ed un ritorno a più normali condizioni di mercato. Dovunque i saggi d'interesse hanno registrato sensibili cali, anche se nel marzo-maggio 1976 essi hanno segnato qualche rialzo in Belgio e in Francia e sono fortemente saliti in Italia e Regno Unito. Il divario tra saggi a lungo e a breve termine è tornato a livelli normali nella maggior parte dei paesi ed anche i saggi d'interesse reali sono divenuti positivi, almeno in quei paesi in cui è stato conseguito un certo successo nella lotta contro l'inflazione. Di conseguenza, il settore delle imprese ha notevolmente migliorato la sua struttura debitoria, sostituendo le passività a breve con finanziamenti obbligazionari e azionari.

Questi favorevoli sviluppi sono avvenuti nonostante lo spettacolare aumento delle esigenze di finanziamento del settore pubblico che finora non ha condotto né ad una "esclusione" di altre categorie di spesa, né ad una indebita espansione dell'offerta di moneta. Ciò si spiega, senza dubbio, con la gravità della recessione, cui si è accompagnata una variazione compensativa nei flussi finanziari originati dal settore privato.

La situazione appare però molto meno incoraggiante ove si osservino in dettaglio i singoli paesi. La valutazione positiva è valida, con pochissime riserve, solo per Svizzera, Germania e Stati Uniti, cioè per i paesi segnalati già nei precedenti capitoli per aver conseguito risultati superiori alla media. Ma dove le spinte inflazionistiche di fondo paiono essere ancora forti - in particolare in Italia e nel Regno Unito - esiste il serio pericolo che la normalizzazione dei mercati finanziari sia solo di breve durata. Non è per mera coincidenza che il disavanzo del settore pubblico ha raggiunto la più alta percentuale del PNL in questi due paesi dove, per giunta, l'aumento degli anni 1974-75, indotto dalla recessione, si è sovrapposto ad una tendenza ascendente in atto da diversi anni.

##### **I mutamenti nella struttura dei flussi finanziari tra settori.**

Nei maggiori paesi industriali si sono registrati lo scorso anno spostamenti di notevole ampiezza nelle fonti e negli impieghi dei fondi del mercato creditizio e finanziario.

Dal lato della domanda, forti riduzioni degli investimenti fissi e delle scorte delle imprese - superiori al calo dei *cash flows* - hanno comportato una netta flessione del



loro indebitamento. D'altro canto, le esigenze di finanziamento del settore pubblico sono aumentate vertiginosamente, a fronte di disavanzi anticongiunturali insolitamente ampi.

Dal lato dell'offerta, il settore delle famiglie ha registrato un aumento eccezionalmente cospicuo delle attività finanziarie nette, in parte a causa di una più elevata propensione al risparmio e in parte per effetto di una contrazione della spesa per nuove abitazioni. Nella maggior parte dei paesi, ad eccezione della Germania, l'espansione dell'offerta netta di fondi del settore delle famiglie ha largamente superato l'aumento della domanda netta complessiva del settore pubblico e delle imprese. La differenza si è manifestata in un miglioramento della posizione verso l'estero di parte corrente, come riflesso o di una riduzione dell'indebitamento o di un'espansione delle attività nei confronti dell'estero.

Uno degli aspetti più eccezionali dello scorso anno è stato il calo insolitamente forte del fabbisogno netto di finanziamento delle imprese, con una variazione pari a circa il 3-4% del PNL negli Stati Uniti, in Giappone, nel Regno Unito e in Francia, e notevolmente più ridotta (circa l'1,5%) solo in Germania, dove gli investimenti delle imprese, e in connessione a ciò il loro indebitamento, sono in fase di decelerazione dal 1971.

In tutti i paesi la formazione di attività finanziarie nette del settore delle famiglie è stata molto ampia. Tuttavia, negli Stati Uniti e in Giappone, questo saldo finanziario, considerato su base annua e in rapporto al PNL, non sembra discostarsi molto rispetto alla precedente esperienza ciclica e alla sua tendenza ascendente di lungo periodo. Molto più inconsueto appare l'incremento registrato nel 1974 e 1975 in alcuni paesi europei.

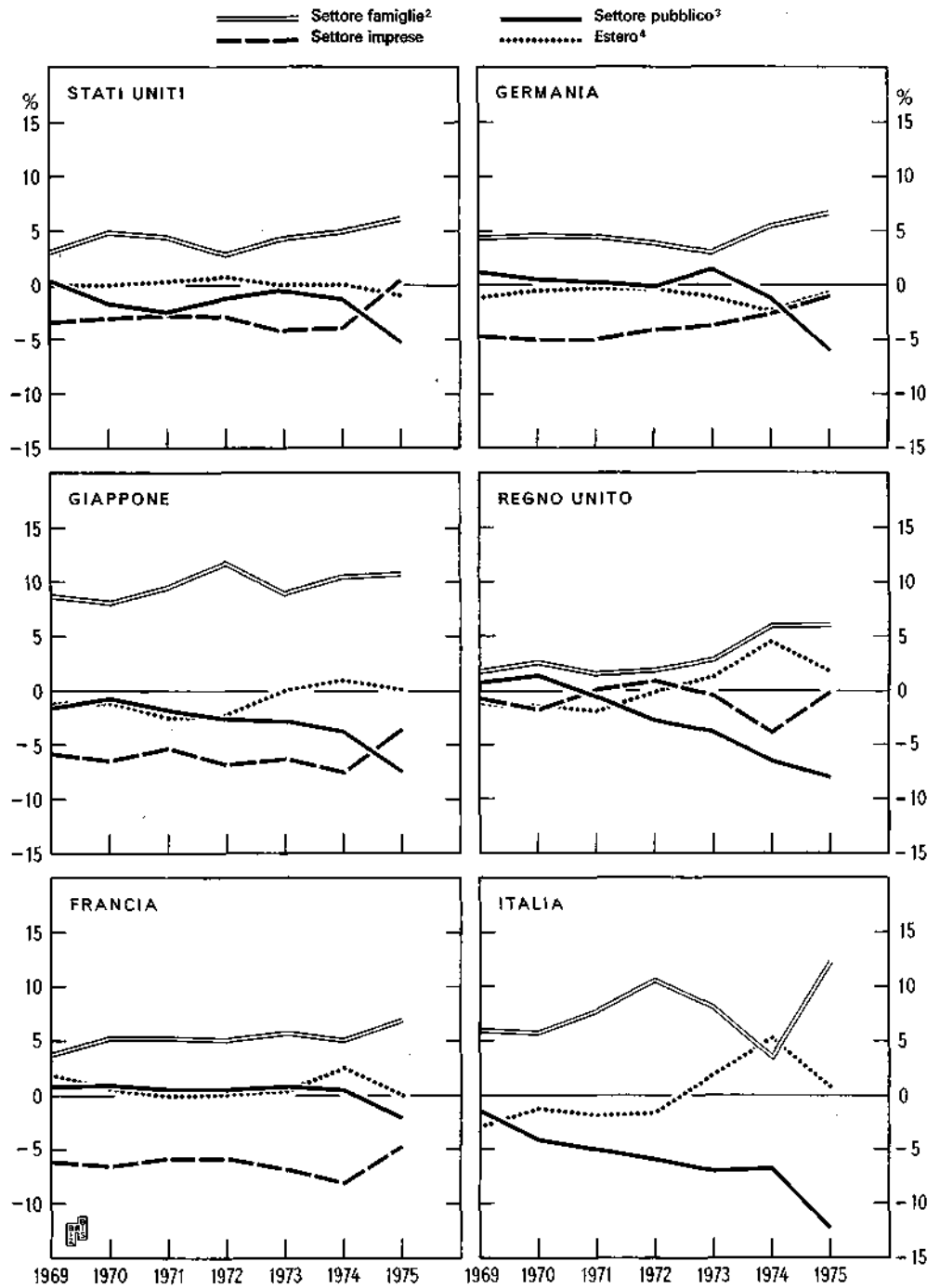
Nel settore pubblico, i disavanzi finanziari del 1975 non hanno riscontro in epoca recente. Essi sono variati da un 2% circa del PNL in Francia al 5-8% negli Stati Uniti, in Germania, in Giappone e nel Regno Unito. In Italia il solo disavanzo dello Stato è ammontato al 12% del PNL.

I saldi finanziari del settore pubblico hanno manifestato in passato considerevoli variazioni cicliche e la recessione è stata ovviamente il principale fattore del deterioramento nel 1974 e 1975. Ma parimenti rilevanti sono i movimenti differenziati nel più lungo periodo. Mentre in Germania e negli Stati Uniti tali movimenti appaiono prevalentemente di natura ciclica, in Italia, nel Regno Unito e in minor misura in Giappone, essi sembrano contenere un forte elemento di tendenza verso crescenti disavanzi. In Francia, almeno fino allo scorso anno, il governo è riuscito a mantenere quasi in pareggio il bilancio e in stabile andamento ascendente gli investimenti fissi e l'economia (vedasi Capitolo II).

### **Finanziamento del settore delle imprese.**

La diminuzione degli investimenti e dell'indebitamento da parte delle imprese nel 1975 va vista nel contesto del forte ricorso al credito nei precedenti anni, che aveva determinato un grave deterioramento nelle situazioni di liquidità e del rapporto di indebitamento. Negli Stati Uniti, per esempio, il totale delle passività delle società del settore manifatturiero è passato dal 50% del capitale azionario all'inizio degli anni Sessanta a quasi il 100% nel 1974, mentre il rapporto tra attività liquide

**Avanzi e disavanzi finanziari per settore.<sup>1</sup>**  
In percento sul prodotto nazionale lordo



N°2229

<sup>1</sup> Le classificazioni per settore, varianti da paese a paese, si basano su fonti nazionali; nel caso della Germania, l'edilizia residenziale è stata classificata come appartenente al settore delle famiglie anziché a quello delle imprese. <sup>2</sup> Per l'Italia, settore privato complessivo. <sup>3</sup> Per l'Italia, solo Stato. <sup>4</sup> Un avanzo dell'Estero rappresenta un finanziamento netto all'economia nazionale (ovvero un suo disavanzo di parte corrente).

e passività a breve di tutte le società non finanziarie è sceso dal 40 circa al 24%. In Germania, tra il 1965 e il 1974, l'insieme del capitale e delle riserve relativo ad un campione di società che comunicano dati alla Bundesbank è sceso dal 30 al 24% del totale di bilancio, mentre gli impegni a breve sono passati dal 41 al 45%. Nel Regno Unito l'ammontare, valutato al prezzo di mercato, del debito a interesse fisso delle società industriali e commerciali è aumentato da £9 miliardi nel 1964 a £23 miliardi nel dicembre del 1974, e quasi tutto l'incremento è stato in forma di indebitamento verso il sistema bancario. Nello stesso tempo, il tasso reale rettificato di rendimento degli immobilizzi in beni capitali si è contratto assai fortemente. Nei Paesi Bassi, durante lo stesso arco di tempo, l'espansione delle passività rilevate del settore privato, pure nella forma prevalentemente di indebitamento verso le banche, è stata così rapida che, in rapporto al reddito nazionale, è passata dal 64 a quasi il 94%.

Dopo molti anni di sostenuta espansione economica, durante i quali il grado normale di prudenza si era abbassato, la recessione ha rivelato agli imprenditori i pericoli insiti in una simile situazione. Inoltre, l'incentivo all'indebitamento derivante dalla crescente inflazione e dal calo degli oneri per interessi in termini reali si è improvvisamente esaurito con la brusca ascesa dei saggi di interesse a lungo termine e le crescenti aspettative di un rallentamento dell'inflazione. Nelle prime fasi di adeguamento, anche le attività liquide delle società sono state ridotte (Stati Uniti e Regno Unito) o non aumentate (Germania). Di conseguenza, tutte le risorse finanziarie rese disponibili dal calo degli investimenti sono state utilizzate per l'estinzione di debiti.

Contemporaneamente si è avuto un certo consolidamento nella struttura debitoria delle imprese, che si era nettamente sbilanciata verso le passività a breve. Ciò è stato reso possibile dal forte rilancio dei mercati mobiliari nel 1975. Negli Stati Uniti le emissioni obbligazionarie da parte di società non finanziarie hanno raggiunto un massimo assoluto di \$27 miliardi, a fronte del già alto livello di \$20 miliardi registrato nel 1974. Le emissioni di azioni sono aumentate di \$6 miliardi, raggiungendo i \$12 miliardi, contribuendo, in particolare, ad attenuare gli acuti problemi di bilancio nelle imprese di servizi pubblici e nelle banche, cui agli inizi del 1976 si sono aggiunte molte società appartenenti ad altre categorie. In Francia le emissioni obbligazionarie da parte del settore delle imprese sono raddoppiate lo scorso anno, mentre in Giappone le emissioni di obbligazioni industriali sono aumentate di oltre il 50% e quelle azionarie sono quasi triplicate. In Germania e nel Regno Unito, dove le società hanno fatto scarsamente ricorso al finanziamento obbligazionario, le emissioni azionarie hanno avuto un andamento particolarmente buono, aumentando del 50% nel primo caso e rimontando al livello di £1,3 miliardi nel secondo, dopo due anni nei quali il mercato era rimasto pressoché a secco. Anche in Francia e in Germania le imprese sembrano aver consolidato la loro posizione debitoria a breve attraverso un'espansione dei prestiti a lungo termine contratti presso le banche, spesso a costi inferiori.

Riflettendo il minor fabbisogno di credito e le aumentate emissioni di titoli azionari, l'indebitamento delle società verso le banche è diminuito ad un tasso annuo di \$16 miliardi negli Stati Uniti durante i primi tre trimestri del 1975 ed è sensibilmente rallentato in altri paesi. In Germania, ad esempio, il credito bancario alle imprese era in settembre appena superiore a quello dell'anno precedente. Nello stesso tempo, le società hanno emesso un minore ammontare di effetti a breve ed anche

le loro situazioni di bilancio sono migliorate, almeno temporaneamente, grazie ad una minor espansione dei crediti e debiti commerciali, compreso il credito commerciale internazionale, che l'anno precedente era notevolmente aumentato.

Verso l'inverno si sono manifestati i segni di un certo rilancio del credito bancario al settore delle imprese in Germania, in Francia e in alcuni altri paesi. Tuttavia, la domanda di crediti a breve termine da parte delle imprese, essendo migliorati i *cash flows* ed ancora molto deboli gli investimenti, è rimasta in genere contenuta.

Anche le banche hanno preso iniziative lo scorso anno per rafforzare i loro bilanci. In tale contesto, il fallimento di imprese, che ha raggiunto proporzioni solo modeste, ha rappresentato un problema meno grave di quanto si era temuto, anche se in taluni paesi l'industria edile è stata duramente colpita. Peraltro, essendo il portafoglio prestiti diventato più rischioso, le banche hanno applicato norme più rigide ai nuovi crediti e attenuato la concorrenza tra loro nella raccolta di depositi vincolati. In numerosi paesi, le banche hanno potuto ampliare i margini di profitto e accumulare fondi di riserva, adottando un atteggiamento accorto nell'aggiustare verso il basso i tassi attivi. In diversi paesi europei, come anche negli Stati Uniti, la struttura finanziaria delle banche è stata migliorata attraverso emissioni di titoli obbligazionari o azionari.

#### **Attività e passività finanziarie delle famiglie.**

Uno degli elementi dell'elevato avanzo finanziario delle famiglie nel 1975 è stato il basso livello di indebitamento nel complesso dell'anno; tuttavia i dati annuali mascherano l'andamento ciclico. Nel 1974 era iniziato un processo di riduzione dell'indebitamento protrattosi durante la prima parte dell'anno scorso. Poiché ciò ha fatto seguito a un'espansione molto accentuata del ricorso al credito al consumo e ipotecario nel precedente *boom* inflazionistico, sembra vi sia stato un certo consolidamento delle posizioni finanziarie anche nel settore famiglie. Ma già dopo la metà dello scorso anno nella maggior parte dei principali paesi era avviata una nuova espansione delle passività di questo settore.

L'espansione del credito ipotecario si è accelerata nel Regno Unito, in Canada e negli Stati Uniti; in quest'ultimo paese nel quarto trimestre del 1975 le ipoteche sulle abitazioni hanno raggiunto un ritmo annuale di \$45 miliardi, contro \$28 miliardi un anno prima, divenendo uno degli elementi più vivaci della domanda privata di credito. Sopravanzando l'aumento di valore delle costruzioni, l'incremento delle ipoteche è in gran parte servito, almeno inizialmente, a finanziare transazioni relative ad abitazioni esistenti, aumentando in tal modo la liquidità dell'economia in generale. In alcuni altri paesi, fra cui la Germania, si è avuta una ripresa meno pronunciata del credito ipotecario, il cui livello è rimasto piuttosto depresso.

Negli Stati Uniti il credito al consumo, contrattosi nella prima metà del 1975, è risalito ad un ritmo annuale di \$12 miliardi nel secondo semestre. Numerosi paesi — fra cui la Francia, il Regno Unito e la Germania — hanno registrato, ad anno inoltrato, un aumento dei crediti bancari personali, dopo un periodo di debolezza. In alcuni casi ciò è stato il risultato di un'attenuazione di provvedimenti comportanti restrizioni selettive.

L'elemento più importante negli avanzi finanziari delle famiglie è stato un forte aumento delle attività. Che forma hanno assunto queste ultime? La formazione di depositi ha rappresentato lo scorso anno il grosso dell'aumento: circa due terzi negli Stati Uniti e quasi tre quarti in Germania e in Giappone. Per gli Stati Uniti si è trattato di una percentuale notevolmente superiore a quella del 1974, quando il circolante e i depositi rappresentavano solo il 54% della formazione di attività; la quota dei depositi è aumentata anche in Germania, mentre è leggermente calata in Giappone. Nella maggior parte dei paesi, comunque, si sono avuti forti mutamenti nella composizione dei depositi. Nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Giappone è diminuita la percentuale dei depositi a vista e del circolante, mentre è aumentata o è rimasta elevata quella dei depositi vincolati e a risparmio. Vi è stato anche uno spostamento entro quest'ultima categoria: praticamente in tutti i principali paesi industriali si è avuto un forte aumento dei depositi a risparmio presso le banche e gli istituti di risparmio specializzati. Sebbene in un buon numero di paesi ciò non venga considerato come espansione monetaria, resta il fatto che i depositi a risparmio sono potenzialmente liquidi, in quanto il settore famiglie, qualora decidesse di accelerare la spesa al consumo, potrebbe facilmente finanziarla attingendo ad essi.

Componenti della formazione di attività finanziarie del settore famiglie.

Paesi	Anni	Depositi a vista e circolante	Depositi vincolati e a risparmio <sup>1</sup>	Totale depositi e circolante	Titoli dei mercati monetario e finanziario <sup>2</sup>	Assicurazioni e fondi pensioni	Altri
		percentuali sulla formazione complessiva di attività					
Stati Uniti . . . . .	1973	9,7	50,0	59,7	16,0	23,4	0,9
	1974	6,7	47,1	53,8	17,5	30,8	- 2,1
	1975	5,3	59,9	65,2	10,1	27,2	- 2,5
Germania . . . . .	1973	2,5	61,8	64,3	18,4	17,2	0,1
	1974	9,2	59,9	69,1	13,6	17,1	—
	1975	9,1	64,8	73,9	10,6	15,3	—
Giappone . . . . .	1973	21,4	57,6	79,0	7,9	11,4	1,7
	1974	14,0	64,4	78,4	8,6	13,8	- 0,8
	1975	9,6	64,4	74,0	12,0	12,8	1,2
Regno Unito . . . . .	1973	45,4 <sup>3</sup>	31,0	76,4	- 12,4	37,2	- 1,2
	1974	38,9 <sup>3</sup>	24,2	63,1	1,5	36,4	- 1,0
	1975	3,8 <sup>2</sup>	50,1	53,9	- 10,1	50,9	5,3

<sup>1</sup> Comprende fondi presso istituti di risparmio che forniscono credito per l'acquisto di abitazioni e, nel caso del Giappone e del Regno Unito, rispettivamente depositi fiduciari e depositi presso il sistema del National Savings.  
<sup>2</sup> Comprende impieghi in fondi d'investimento. <sup>3</sup> Comprende tutti i depositi bancari.

Gli acquisti di titoli da parte del settore famiglie sono aumentati considerevolmente in Giappone e hanno raggiunto livelli relativamente elevati anche in Germania, nella prima metà dell'anno, e negli Stati Uniti, verso la fine dell'anno medesimo. Ma in entrambi questi paesi, periodi di vendite nette da parte delle famiglie hanno mantenuto bassa la cifra per l'intero anno, mentre nel Regno Unito il settore privato ha fortemente ridotto il suo portafoglio titoli nel corso dell'anno. Dati incompleti indicano che, in proporzione alla formazione di attività finanziarie delle famiglie, gli acquisti di titoli sono aumentati solo in Giappone, dove l'aumento ha riguardato soprattutto le obbligazioni bancarie, e si sono ridotti in modo significativo negli Stati Uniti. Solo in Giappone e in Belgio gli acquisti delle famiglie hanno rappresentato una forte

quota della vendita totale di titoli. Altrove, il principale sostegno al mercato obbligazionario è venuto non direttamente dalle famiglie, ma piuttosto da istituzioni finanziarie che hanno utilizzato per i loro acquisti soprattutto i fondi derivanti dai depositi delle famiglie.

L'anno scorso l'aumento degli investimenti delle famiglie in assicurazioni e fondi pensioni non sembra aver tenuto il passo con gli altri investimenti finanziari delle famiglie in Germania, in Giappone e negli Stati Uniti; va rilevato però che negli ultimi due paesi, vi era stato un forte aumento nel 1974. Nel Regno Unito il flusso di fondi verso queste forme di attività finanziarie è cresciuto in modo notevole lo scorso anno, presumibilmente come reazione ritardata agli effetti dell'inflazione sul loro valore reale.

### Il finanziamento del fabbisogno del settore pubblico.

Già aumentato significativamente nel 1974, il fabbisogno finanziario del settore pubblico si è fortemente accresciuto lo scorso anno. La tabella seguente fornisce un'indicazione di massima delle fonti di finanziamento dell'Amministrazione centrale, tranne che per la Germania, nel cui caso la scomposizione riguarda tutta la pubblica amministrazione. Il fabbisogno finanziario netto è misurato sulla base delle operazioni di cassa dedotti i rimborsi di debito pubblico ma compreso l'indebitamento per la concessione di crediti.

Finanziamento dell'amministrazione centrale<sup>1</sup>.

Voci	Anni	Belgio	Francia	Germania	Italia	Giappone	Paesi Bassi	Regno Unito	Stati Uniti	
		miliardi, in moneta nazionale								
Fabbisogno finanziario del settore pubblico <sup>2</sup> . . . . .	1973	69,0	- 7,4	8,9 <sup>3</sup>	9.265	.	2,4	4,2	18,4	
	1974	81,0	- 6,3	27,2 <sup>3</sup>	9.735	.	5,1	6,4	29,4	
	1975	145,0	31,5	65,5 <sup>3</sup>	16.800	.	9,9	10,4	101,5	
Fabbisogno finanziario dell'amministrazione centrale . . . . .	1973	71,0	- 7,2	2,7	7.495	860	- 0,5	2,4	13,0	
	1974	76,3	- 4,3	10,1	8.660	2.660	1,1	3,5	18,6	
	1975	128,0	43,0	34,0	14.150	5.325	6,4	8,4	91,9	
soddisfatto da:										
	Banca centrale . . . . .	1973	- 0,5	- 3,3	- 1,8 <sup>3</sup>	5.015 <sup>4</sup>	1.230	- 1,8	} 1,2 0,1	9,7
		1974	5,2	4,1	- 1,8 <sup>3</sup>	6.500 <sup>4</sup>	3.000	- 1,8		5,6
	1975	- 0,6	18,9	6,3 <sup>3</sup>	5.425 <sup>4</sup>	2.145	0,1	9,3		
Banche . . . . .	1973	41,2	- 6,0	5,6 <sup>3</sup>	870	- 245	- 0,8	} 2,1	- 6,8	
	1974	22,3	- 0,4	21,6 <sup>3</sup>	1.565	- 345	0,3		1,9	
	1975	31,4	12,2	44,7 <sup>3</sup>	4.775	2.000	1,8		26,1	
Altre fonti interne . . . . .	1973	33,8	} - 8,0	- 1,1 <sup>3</sup>	1.505	} 5	2,1	1,7	9,8	
	1974	50,3		6,6 <sup>3</sup>	595		2,6	1,9	8,9	
	1975	97,8		11,2 <sup>3</sup>	3.950		4,5	5,8	49,2	
Fonti estere . . . . .	1973	- 3,5	} - 8,0	0,6 <sup>3</sup>	105	} 1 180	-	- 0,5	0,3	
	1974	- 1,5		0,8 <sup>3</sup>	-		-	1,5	2,2	
	1975	- 0,6		3,3 <sup>3</sup>	-		-	0,5	7,3	

<sup>1</sup> Basati in parte su stime della BRI. <sup>2</sup> Amministrazione centrale e periferica ed enti previdenziali sulla base dei bilanci di cassa. <sup>3</sup> Esclusi gli istituti di previdenza sociale; le cifre relative alle banche comprendono le variazioni dei saldi di cassa. <sup>4</sup> Solo debiti a breve pertinenti alla base monetaria.

Il finanziamento con mezzi monetari ha svolto un ruolo rilevante nella maggior parte dei paesi e, comunque, considerevole in tutti. L'indebitamento presso il sistema bancario ha coperto circa un quarto del fabbisogno nel Regno Unito, in Belgio e nei Paesi Bassi e circa il 40% negli Stati Uniti, mentre in Francia, Germania, Italia e Giappone esso ha rappresentato circa i tre quarti del totale. Per di più in tre paesi — Francia, Italia e Giappone — la stessa banca centrale ha fornito da un terzo alla metà del finanziamento totale.

L'emissione di titoli ha coperto il grosso delle esigenze del Tesoro nel Regno Unito, negli Stati Uniti, in Giappone, nei Paesi Bassi e, nella prima metà dell'anno, in Germania; tuttavia, la maggior parte è stata venduta a banche e ad altri istituti di deposito e una quantità molto modesta ai settori non finanziari. Perfino negli Stati Uniti \$47 miliardi di emissioni del Tesoro sono stati collocati presso banche e altre istituzioni finanziarie private, mentre gli investitori interni non finanziari inclusi nel settore privato (soprattutto società e enti locali) ne hanno assorbito solo \$18 miliardi. Per di più, una parte molto ingente dei titoli emessi era a breve e a medio termine. Le emissioni di obbligazioni hanno rappresentato solo il 7,5% circa dell'indebitamento totale della pubblica amministrazione in Germania e appena il 5% circa delle emissioni del Tesoro negli Stati Uniti. In Germania e nel Regno Unito le autorità hanno deliberatamente assecondato le preferenze degli investitori per le scadenze a breve, in modo da rendere minime le pressioni sui tassi d'interesse a lungo termine. Occorre inoltre ricordare che in Francia, in Italia e in Belgio l'indebitamento dello Stato al di fuori del sistema bancario vero e proprio comprende il ricorso ai fondi di appositi istituti che raccolgono depositi a risparmio.

La preoccupazione, a volte diffusasi, che il forte indebitamento statale avrebbe dato luogo a pressioni sui saggi di interesse o ad una esagerata espansione della massa monetaria sembra essersi rivelata eccessiva o, quanto meno, prematura. Le cospicue emissioni del Tesoro e i timori quanto alle esigenze future hanno tutt'al più rallentato o temporaneamente frenato una tendenza generalmente calante dei saggi di interesse a lungo termine. E, sebbene non si sia potuta evitare la formazione di attività alquanto liquide, nella maggior parte dei paesi la domanda privata di credito è stata così debole che il forte ricorso dello Stato al sistema bancario è risultato compatibile con una moderata espansione della moneta in senso stretto.

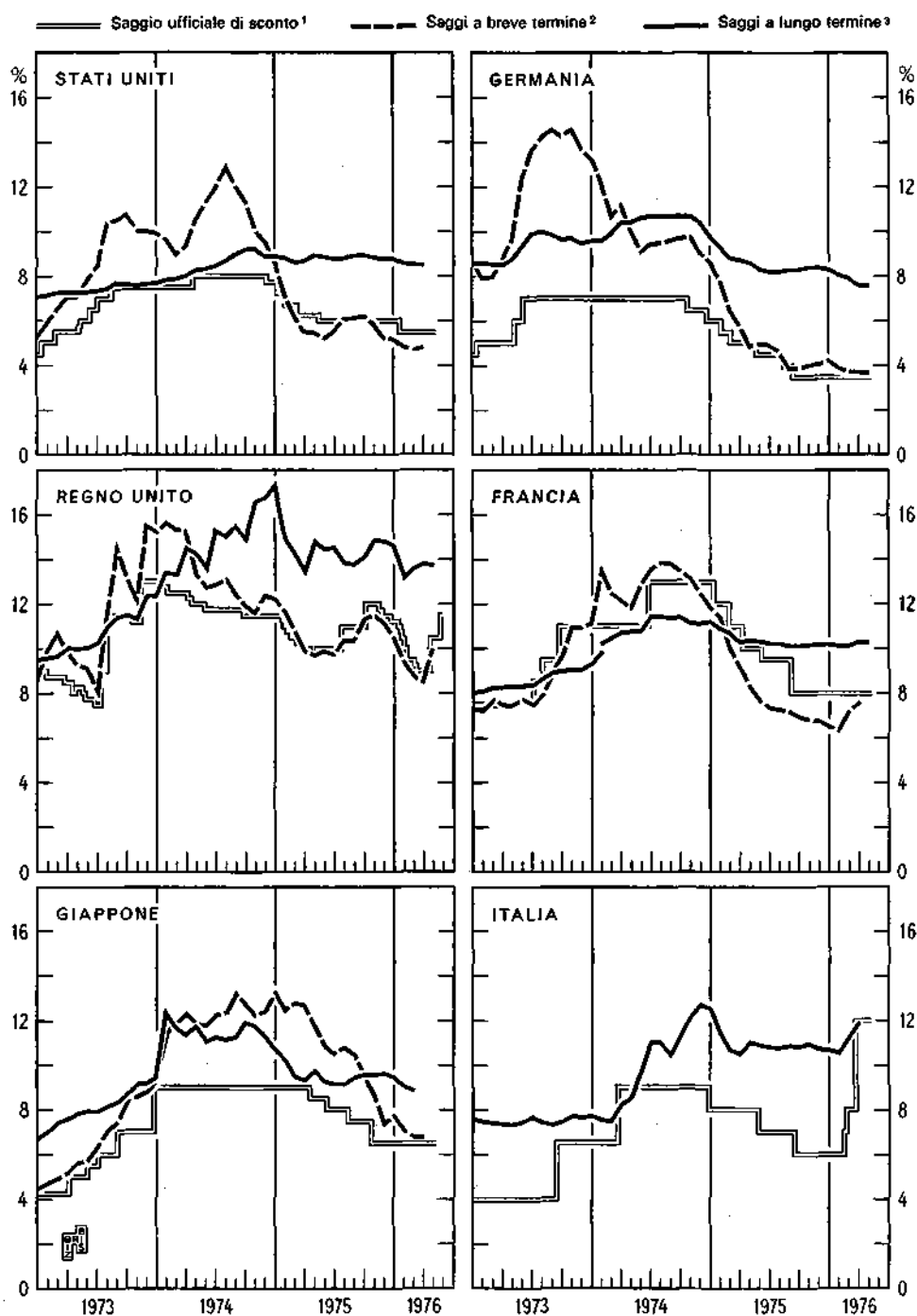
#### **Andamento comparato dei saggi d'interesse.**

Per effetto del persistere di una debole domanda privata di credito bancario e di politiche intese a favorire la liquidità delle banche, l'anno scorso i saggi d'interesse a breve hanno continuato a segnare un corso generalmente discendente, toccando il livello più basso registrato in due anni. Tuttavia la misura del calo e la cadenza nel tempo sono state molto differenti da paese a paese (vedasi il grafico che segue).

All'inizio del 1975 i saggi d'interesse erano dappertutto ancora in forte calo rispetto ai precedenti alti livelli, con un ritmo molto più veloce in Europa che negli Stati Uniti.

In estate si è manifestato di nuovo un andamento divergente. Negli Stati Uniti le autorità hanno cercato di contenere un'accelerazione dell'espansione monetaria associata a forti esborsi di cassa del governo, e il Tesoro ha fatto abbondantemente ricorso all'indebitamento a breve. Di conseguenza in giugno i saggi del mercato

Saggi d'interesse a breve e a lungo termine.



N° 2229

<sup>1</sup> Per il Regno Unito, minimum lending rate. <sup>2</sup> Per gli Stati Uniti, Federal funds; per la Germania e il Regno Unito, saggi interbancari a tre mesi; per la Francia, denaro alla giornata; per il Giappone, denaro a vista. <sup>3</sup> Per gli Stati Uniti, obbligazioni di società Aaa; per la Germania, obbligazioni della pubblica Amministrazione; per il Regno Unito, titoli ventennali dello Stato; per la Francia, obbligazioni del settore pubblico e semi-pubblico; per il Giappone, obbligazioni delle società telefoniche e telegrafiche; per l'Italia, obbligazioni degli istituti di credito mobiliare.



monetario sono aumentati, e fra maggio e l'inizio di ottobre il saggio sui *federal funds* è aumentato di 1,25 punti percentuali. Date le ricorrenti pressioni sulla sterlina, le autorità britanniche hanno incoraggiato la formazione di più ampi differenziali fra i saggi interni e quelli sul dollaro nel periodo fra aprile e ottobre. Ma in Francia, in Germania, in Svizzera e in Giappone, sotto lo stimolo crescente della politica monetaria, i saggi d'interesse a breve si sono soltanto stabilizzati per un certo tempo a partire dalla primavera, per poi riprendere il movimento discendente.

Dopo ottobre, quando la Riserva federale ha allentato la sua politica sulle riserve bancarie in risposta ad un'espansione monetaria sorprendentemente lenta nella seconda parte dell'estate, i saggi d'interesse a breve negli Stati Uniti hanno iniziato a scendere, divenendo inferiori a quelli presenti altrove.

Dopo una generale flessione all'inizio del 1976, negli Stati Uniti i saggi del mercato monetario hanno avuto recentemente un recupero, pur restando ai livelli dei primi mesi del 1975 — un'esperienza, questa, inconsueta per una fase di ripresa. I saggi sulla sterlina hanno continuato a scendere fino ad aprile, ma da allora sono aumentati sensibilmente. I movimenti divergenti negli altri paesi sono stati dominati per un certo tempo dalle reazioni delle autorità agli sconvolgimenti sui mercati valutari, con aumenti in Belgio, in Francia e in Italia e modeste flessioni in Germania e in Svizzera. In Giappone, con un forte ritardo rispetto agli altri paesi nel ciclo dei saggi a breve, i saggi del mercato monetario hanno continuato a ridursi.

All'inizio del 1975 i saggi d'interesse a lungo termine erano ricaduti a livelli molto inferiori alle alte punte precedentemente raggiunte, soprattutto nel Regno Unito e in Italia, dove, almeno in termini nominali, i saggi avevano raggiunto livelli massimi. In Germania è stato necessario un forte sostegno della Bundesbank sul mercato per evitare un aumento in autunno, ma, analogamente agli Stati Uniti, segni evidenti di un rallentamento nell'inflazione hanno incoraggiato ancora una certa flessione all'inizio del 1976. In queste ultime settimane, i rendimenti a lungo termine sono alquanto saliti in diversi paesi.

Poichè i saggi del mercato monetario sono scesi molto più velocemente di quelli dei fondi a lungo termine, in tutti i paesi si è ricostituita la normale struttura secondo le scadenze. Nel Regno Unito sin dalla primavera del 1974 i più importanti saggi a breve sono scesi al di sotto dei rendimenti a lungo termine; lo stesso è accaduto verso il volgere dell'anno negli Stati Uniti e in Francia e, nella primavera del 1975, in Germania e in Italia. In Giappone, dove la politica monetaria restrittiva è stata protratta più a lungo che altrove, il mutamento è avvenuto solo in autunno.

Questo andamento nelle curve di rendimento, che ha fornito condizioni particolarmente adatte al collocamento di titoli, è dipeso (come si può, di regola, prevedere) dal calo dell'attività economica. La recessione ha spinto le autorità monetarie ad allentare le restrizioni in un momento in cui la richiesta di credito bancario era comunque calante e, contemporaneamente, ha indotto le imprese a consolidare la loro struttura debitoria nel modo indicato in precedenza in questo capitolo, il che ha agito nel senso di rallentare la flessione nei saggi a lungo termine.

Il rapporto fra questi ultimi e i tassi d'inflazione ha continuato a presentare accentuate differenze fra paese e paese. Laddove è stato recentemente registrato il migliore andamento dei prezzi — ossia in Germania, Svizzera e Stati Uniti — i rendimenti sono rimasti sufficientemente elevati da offrire agli investitori un'adeguata remunera-

razione in termini reali. In altri paesi i rendimenti, pur continuando ad essere più elevati in termini nominali rispetto a quelli dei tre mercati citati, sono rimasti pur sempre inferiori ai tassi d'inflazione misurati sull'arco di dodici mesi. Tuttavia, in alcuni di questi paesi, gli attuali tassi sono più contenuti o se ne prevede una flessione. In tale prospettiva, quindi, i saggi d'interesse a lungo termine potrebbero consentire remunerazioni reali maggiori di quanto possa apparire a prima vista.

### **L'andamento nei principali mercati.**

Negli *Stati Uniti*, la politica della Riserva federale, avente come obiettivo una più stabile espansione a lungo termine della massa monetaria, ha portato lo scorso anno a sensibili oscillazioni di breve periodo nelle riserve bancarie e nei saggi d'interesse del mercato monetario. Nell'insieme i provvedimenti adottati sono stati espansivi: un notevole volume di riserve è stato messo a disposizione delle banche commerciali attraverso operazioni sul mercato aperto; i coefficienti di riserva sono stati inoltre abbassati in ripetute occasioni (in febbraio a fronte dei depositi a vista, in maggio a fronte dell'indebitamento in eurovalute e in ottobre e nel gennaio del 1976 a fronte dei depositi vincolati a lunga scadenza). I saggi di sconto, ridotti in più riprese nei primi mesi del 1975 dal 7,75 al 6%, sono stati ulteriormente abbassati al 3,5% nel gennaio 1976. Tuttavia il ritorno ad un atteggiamento più restrittivo fra giugno e ottobre, soprattutto in risposta alla più rapida espansione monetaria verificatasi in primavera, si è chiaramente rispecchiato sul saggio dei *federal funds*.

Il contributo delle banche commerciali all'attività del mercato del credito è notevolmente sceso nell'anno passato. Il credito bancario complessivo è cresciuto di soli \$ 27 miliardi, un aumento che non raggiunge la metà di quello dell'anno precedente e che risulta essere il più basso dal 1969, allorché vi fu una rigorosa stretta monetaria. Inoltre la totalità dell'incremento va attribuita all'acquisto di titoli del debito pubblico. I crediti commerciali ed industriali delle banche sono nettamente calati nel corso di quasi tutto l'anno, mentre i crediti ipotecari e al consumo sono aumentati molto meno che nell'anno precedente. In un contesto di minore competizione nella ricerca di fondi, le banche hanno permesso che il volume dei certificati di deposito si contraesse di circa \$ 10 miliardi, prolungando gradualmente al tempo stesso le scadenze di quelli in essere. L'aumento delle passività bancarie è principalmente avvenuto nella forma di depositi a risparmio. Le casse di risparmio, che pure hanno fruito di un notevole afflusso di fondi (all'incirca triplicato rispetto al 1974) e che sin verso gli ultimi mesi dell'anno si erano trovate dinanzi ad una debole domanda di crediti ipotecari, hanno ampliato di circa \$ 15 miliardi il loro portafoglio in titoli di Stato.

I fondi raccolti nel 1975 sul mercato obbligazionario dalle imprese nazionali (per lo più società industriali e aziende produttrici di servizi di pubblica utilità) hanno raggiunto l'ammontare di \$ 27 miliardi, con un aumento del 40% rispetto al 1974, mentre le emissioni di obbligazioni estere sono ammontate a \$ 6 miliardi, risultando così triplicate rispetto al 1974. Gli enti locali canadesi, in particolare, sono stati attratti sulla piazza di New York da forti differenziali nei saggi d'interesse; ma anche altri mutuatari stranieri vi hanno fatto ricorso in misura crescente. Come di consueto il sostegno alla domanda di titoli è principalmente provenuto dagli enti assicurativi e previdenziali, sebbene nello scorso anno anche le famiglie, le banche e le casse di risparmio cooperative abbiano aumentato i loro acquisti. Nei primi mesi del 1976 si

Stati Uniti: Utilizzi e fonti dei mezzi finanziari del mercato creditizio.<sup>1</sup>

Voci	1970	1971	1972	1973	1974	1975		1976
						1° semestre	2° semestre	1° trimestre
dati annuali rettificati, in miliardi di dollari								
<b>Domanda di fondi</b>								
Titoli del governo federale.	12,8	25,5	17,3	9,7	12,0	84,1	86,3	91,0
Obbligazioni di società ed estere . . . . .	20,7	19,7	13,2	10,2	21,9	41,3	25,8	28,6
Titoli degli stati e delle amministrazioni locali . . . . .	11,2	17,6	14,4	13,7	17,4	17,1	13,8	8,4
Ipoteche . . . . .	25,7	46,9	67,3	73,2	55,9	49,3	60,9	61,0
Credito al consumo . . . . .	6,0	11,2	19,2	22,9	9,6	- 1,5	12,0	17,1
Credito bancario interno . . . . .	6,7	7,8	18,9	35,8	27,3	-20,2	- 2,5	-14,6
Credito bancario all'estero . . . . .	- 0,3	1,6	2,9	2,8	4,7	1,4	6,6	4,2
Altri . . . . .	9,7	5,6	5,7	11,8	27,4	4,8	9,9	21,2
<b>Totale<sup>2</sup></b>	<b>92,5</b>	<b>135,9</b>	<b>158,9</b>	<b>180,1</b>	<b>176,2</b>	<b>176,3</b>	<b>212,8</b>	<b>216,9</b>
<b>Forniti direttamente da:</b>								
Governo federale . . . . .	2,8	3,2	2,6	3,0	7,4	12,7	13,9	15,1
Riserva federale . . . . .	5,0	8,9	0,3	9,2	6,2	7,0	10,1	7,6
Banche commerciali . . . . .	35,1	50,6	70,5	86,6	64,6	16,3	38,2	19,2
Istituti di risparmio . . . . .	16,9	41,4	49,3	35,1	26,9	58,8	53,2	83,5
Altre istituzioni finanziarie	23,0	18,6	33,5	37,1	40,0	39,9	39,4	38,2
Settore privato non finanziario . . . . .	- 0,6	-13,2	- 5,7	8,4	19,5	30,8	59,4	38,0
Settore estero . . . . .	10,3	26,4	8,4	0,7	11,6	10,8	- 1,4	15,3
<b>Totale<sup>2</sup></b>	<b>92,5</b>	<b>135,9</b>	<b>158,9</b>	<b>180,1</b>	<b>176,2</b>	<b>176,3</b>	<b>212,8</b>	<b>216,9</b>
<b>Corrispondenti variazioni nelle attività finanziarie</b>								
Moneta (M.) . . . . .	10,5	12,7	16,7	12,6	10,8	19,8	7,3	4,8
Depositi vincolati e a risparmio . . . . .	56,1	81,0	85,2	76,3	71,9	91,1	86,2	108,3
Titoli del mercato creditizio . . . . .	25,9	42,2	57,0	91,2	93,5	65,4	119,3	103,8
<b>Totale<sup>2</sup></b>	<b>92,5</b>	<b>135,9</b>	<b>158,9</b>	<b>180,1</b>	<b>176,2</b>	<b>176,3</b>	<b>212,8</b>	<b>216,9</b>

<sup>1</sup> Non comprende le emissioni di azioni di imprese non finanziarie, che ammontano a . . . . . 5,7 11,5 10,5 7,3 3,9 10,4 9,4 7,2

Flussi totali netti, comprese le azioni . . . . . 98,2 147,4 169,4 187,4 180,1 186,7 222,2 224,1

Totale come percentuale sul PNL 10,0 13,9 14,5 14,3 12,8 12,9 14,3 13,9

<sup>2</sup> Esclusi i fondi raccolti, per essere riprestati, dalle agenzie di credito controllate dal governo federale.

è manifestata una vigorosa attività di emissione nei mercati obbligazionari ed azionari, unitamente ad una forte ripresa dei crediti ipotecari. Le emissioni delle amministrazioni statali e locali sono scese rispetto agli alti livelli precedenti, in quanto le difficoltà di New York e di alcune altre città hanno indebolito la fiducia. Le amministrazioni locali sono state di conseguenza costrette a ridurre i disavanzi di bilancio per il 1976.

La recessione ha determinato un maggior numero di fallimenti di imprese, fra cui spicca la bancarotta di una grossa organizzazione di vendita al dettaglio. Sono continuati i problemi finanziari dei fondi di investimento immobiliare e per la città di New York si è reso necessario l'aiuto delle autorità federali. La fiducia è parsa talvolta vacillare, è aumentata nei saggi d'interesse la componente di rischio - soprattutto nel mercato delle obbligazioni comunali - ed alcune banche hanno sofferto forti

perdite sugli impieghi. All'estero i problemi dell'industria delle navi-cisterna e le difficoltà di alcuni paesi in via di sviluppo hanno messo in dubbio la recuperabilità di grossi crediti all'estero concessi da banche americane. In complesso il sistema bancario si è però mantenuto solido. Benché non tutti i problemi siano stati risolti completamente, la ripresa economica e le riserve a copertura delle perdite sui crediti che la maggior parte delle banche ha potuto accantonare nel corso dell'anno hanno nettamente migliorato il clima finanziario.

In *Germania*, date le condizioni di recessione prevalenti nel corso di quasi tutto l'anno, il perseguimento di una stabile espansione della quantità di moneta ha comportato una politica più liberale verso il mercato monetario. Il saggio ufficiale di sconto è stato abbassato in cinque riprese (dal 6 al 3,5 %) fra febbraio e settembre; si è consentito inoltre che le riserve liquide libere delle banche salissero da DM 5 miliardi in gennaio a quasi DM 16 miliardi in novembre. In luglio e agosto sono stati ridotti i coefficienti delle riserve obbligatorie; sono state abolite le restrizioni quantitative alle anticipazioni su titoli presso la Bundesbank; sono stati elevati i contingenti di risconto delle banche e, all'occasione, alle banche sono stati offerti al saggio ufficiale di sconto crediti a breve termine sul "mercato aperto" al di là dei contingenti medesimi. Inoltre, allorché in estate le condizioni interne e all'estero hanno alimentato le aspettative di un aumento nei rendimenti dei titoli a reddito fisso, è stata decisa una sospensione delle emissioni degli enti pubblici e dei non residenti; fra la fine di luglio e la fine di ottobre, la Bundesbank ha acquistato titoli a reddito fisso per un totale di DM 7,5 miliardi, accettando infine un'espansione della moneta della banca centrale superiore all'obiettivo fissato per l'anno.

In autunno e in inverno è apparso chiaro che l'indebitamento del settore pubblico era stato più che sufficiente a coprire le necessità di finanziamento, dimostrate, grazie alla ripresa economica, inferiori al previsto. Ciò si è risolto in una ricostituzione dei depositi del settore pubblico presso la Bundesbank. Al fine di prevenire tensioni nel mercato monetario, una parte del saldo del Tesoro federale è stata temporaneamente trasferita alle istituzioni creditizie. Agli inizi del 1976 l'andamento accelerato dell'espansione monetaria si era rafforzato. In maggio e in giugno, per neutralizzare parte dell'effetto espansivo sulla liquidità bancaria prodotto dagli interventi ufficiali sul mercato dei cambi, sono state elevate le riserve obbligatorie.

Nel primo semestre del 1975 l'espansione dei crediti del settore bancario è proceduta al tasso annuo del 7%, per poi subire un'accelerazione fino al 13% nella seconda parte dell'anno. La serrata concorrenza fra i fornitori di fondi aveva determinato una flessione dei saggi d'interesse su un vasto fronte. D'altro lato la domanda di credito bancario del settore privato pare essersi accresciuta, probabilmente già come effetto della ripresa economica, ma anche in seguito al fatto che il variare dei differenziali tra i saggi d'interesse ha indotto le imprese a rivolgersi nuovamente al credito interno, trascurando l'indebitamento all'estero, la maggior parte del quale era avvenuto presso le affiliate estere di banche tedesche. Anche le amministrazioni pubbliche hanno fatto largamente ricorso al credito bancario, divenuto più conveniente, coprendo in questo modo i due terzi delle loro esigenze di finanziamento per l'anno. Continuando a disporre di forti afflussi di fondi in depositi a risparmio, dal mese di novembre le banche hanno effettuato notevoli acquisti di valori mobiliari.

Sotto l'influsso combinato di un percettibile rallentamento dell'inflazione, di una contrazione del disavanzo pubblico e della flessione dei saggi d'interesse negli

Germania: Indebitamento e concessione di crediti dei settori non finanziari.

Voci	1970	1971	1972	1973	1974		1975	
					1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
miliardi di DM								
<b>Settori prenditori di fondi</b>								
Settore pubblico . . . . .	8,6	13,3	15,0	16,0	4,1	19,8	24,1	40,8
Imprese . . . . .	59,2	69,1	68,7	60,2	22,1	36,2	12,2	28,6
Edilizia per abitazioni . . . . .	20,0	23,6	34,7	41,7	11,6	13,7	9,5	13,5
Famiglie . . . . .	3,4	5,8	8,3	3,9	- 0,4	0,0	0,8	3,6
Estero . . . . .	35,6	21,7	21,2	37,6	27,0	14,7	17,5	21,2
<b>Totale . . . . .</b>	<b>126,8</b>	<b>133,5</b>	<b>147,9</b>	<b>159,4</b>	<b>64,4</b>	<b>84,4</b>	<b>64,1</b>	<b>107,7</b>
<b>Mezzi di finanziamento</b>								
Crediti bancari . . . . .	58,0	71,7	91,6	77,8	23,5	50,2	26,7	76,4
Titoli a reddito fisso . . . . .	2,2	3,7	3,8	1,5	1,9	9,1	13,6	7,9
Azioni . . . . .	6,0	7,0	5,9	5,0	2,6	3,2	3,5	4,6
Altri, dall'interno . . . . .	17,8	20,2	26,3	32,6	24,6	21,8	8,8	14,2
Altri, dall'estero . . . . .	19,5	15,1	4,5	17,1	9,1	4,7	10,3	7,9
Posizione sull'estero della Bundesbank . . . . .	23,3	15,8	15,8	25,4	2,7	- 4,6	1,2	- 3,3
<b>Totale . . . . .</b>	<b>126,8</b>	<b>133,5</b>	<b>147,9</b>	<b>159,4</b>	<b>64,4</b>	<b>84,4</b>	<b>64,1</b>	<b>107,7</b>
<b>Canali</b>								
Sistema bancario . . . . .	87,8	95,6	115,5	106,9	30,4	61,9	43,4	98,8
Altri . . . . .	39,0	37,9	32,4	52,5	34,0	22,5	20,7	8,9
<b>Totale . . . . .</b>	<b>126,8</b>	<b>133,5</b>	<b>147,9</b>	<b>159,4</b>	<b>64,4</b>	<b>84,4</b>	<b>64,1</b>	<b>107,7</b>
<b>Attività corrispondenti</b>								
Depositi a vista e vincolati . . . . .	43,1	42,2	46,9	55,7	8,9	18,5	- 11,9	38,3
Depositi a risparmio . . . . .	20,5	28,1	32,8	14,9	13,1	17,8	38,3	29,4
Mercato mobiliare . . . . .	19,1	16,2	24,7	27,4	4,5	8,4	11,9	1,1
Altre attività all'interno . . . . .	39,4	42,2	37,6	57,0	21,8	31,5	23,5	34,1
Altre attività all'estero . . . . .	4,7	4,8	5,9	4,4	16,1	8,2	2,3	4,8
<b>Totale . . . . .</b>	<b>126,8</b>	<b>133,5</b>	<b>147,9</b>	<b>159,4</b>	<b>64,4</b>	<b>84,4</b>	<b>64,1</b>	<b>107,7</b>
<i>Totale, in percento del PNL</i>	<i>18,5</i>	<i>17,5</i>	<i>17,7</i>	<i>17,2</i>	<i>13,2</i>	<i>16,7</i>	<i>12,6</i>	<i>20,3</i>

Stati Uniti, il mercato dei titoli a reddito fisso ha presentato dall'ottobre una crescente resilienza. All'inizio del 1976, anche per il fatto che gli emittenti hanno tenuto maggiormente in conto le preferenze degli investitori per titoli a breve scadenza, l'attività del mercato finanziario era ritornata agli alti livelli di un anno prima.

In Giappone vi sono stati ben pochi segni di un allentamento della stretta monetaria fino alla primavera dello scorso anno, cioè con un ritardo considerevole rispetto alla maggior parte degli altri paesi principali. All'inizio del 1975 i rendimenti obbligazionari sono scesi per effetto di acquisti dall'estero e di un rallentamento dell'inflazione. Un indicatore significativo delle condizioni del mercato del credito è il fatto che sino all'aprile 1975 la Banca del Giappone abbia mantenuto il saggio ufficiale di sconto al livello da "crisi petrolifera" del 9%. Successivamente è stato abbassato in quattro riprese fino al 6,5% in ottobre. In seguito alla rapida caduta del saggio per il denaro a vista verificatasi nel corso del 1975 e potratasi nei primi mesi del 1976, i saggi d'interesse sulle obbligazioni bancarie a medio termine - principale strumento del mercato finanziario - sono scesi di 2,5 punti percentuali. Tuttavia, nella primavera del 1976 gli stessi saggi - così come quelli sui depositi e sui crediti

bancari, scesi di un solo punto nei dodici mesi che vanno fino a gennaio — si trovavano ancora a livelli piuttosto alti rispetto a quelli del periodo anteriore al 1973.

La domanda di credito del settore privato si è indebolita, pur essendo in certa qual misura sostenuta dal perdurare delle difficili condizioni di *cash flow* in alcune industrie. Lo scorso anno il totale dei prestiti e degli sconti bancari è aumentato del 12 %, rispetto all'11 % del 1974 e al 17 % del 1973. Influenzate dalle raccomandazioni ufficiali volte ad assicurare l'assorbimento da parte delle istituzioni finanziarie del grosso delle emissioni di titoli di Stato offerte al settore privato, nell'anno 1975 le banche hanno aumentato il loro portafoglio in titoli di Stato da yen 1,25 a 3,25 miliardi.

Nel 1975 il totale delle emissioni di obbligazioni (comprese quelle bancarie) è stato superiore a yen 14 miliardi, rispetto a yen 12 miliardi nel 1974. Per la prima volta dal dicembre 1973 il mercato è stato aperto a due modeste emissioni estere.

Nel *Regno Unito*, nel tentativo di tener testa alle ricorrenti pressioni sulla sterlina, la politica monetaria ha avuto come obiettivo prioritario il mantenimento di un differenziale fra i saggi d'interesse del dollaro e quelli interni. Mentre hanno generalmente favorito elevati rendimenti dei buoni del Tesoro, le autorità hanno applicato saggi attivi penalizzanti nei confronti del mercato monetario; ciò è avvenuto in particolare nel maggio, luglio e settembre 1975 e nell'aprile 1976. Altrimenti, gli interventi ufficiali, fra cui lo svincolo provvisorio di depositi speciali in gennaio-febbraio 1976, hanno mirato esclusivamente a smorzare l'impatto delle operazioni del Tesoro e le ondate di vendita di titoli pubblici. Nel corso del 1975, la politica monetaria ha tuttavia potuto essere restrittiva approfittando soprattutto della forte domanda di titoli di Stato.

Infatti, un dato assai rilevante dello scorso anno è stata la vendita di £ 5,2 miliardi di valori mobiliari di Stato, che ricorda — e supera di gran lunga — la simile esperienza ciclica del 1971. Quasi un terzo delle emissioni ha riguardato titoli con scadenza pari o inferiore a cinque anni; ma, con l'inflazione in via di rallentamento, le preferenze degli investitori si sono spostate verso i titoli a lunga scadenza. Le vendite a settori interni extrabancari sono ammontate a £ 4,4 miliardi, la maggior parte delle quali effettuate agli investitori istituzionali, comprese le *building societies* (istituti per il risparmio-casa) le quali, data la struttura prevalente dei saggi d'interesse, hanno fruito di uno spettacolare afflusso di nuovi fondi. Inoltre gli investitori interni non bancari — anche in questo caso soprattutto istituzioni finanziarie — hanno acquistato buoni del Tesoro per un ammontare senza precedenti di £ 550 milioni, in quanto nella seconda metà dell'anno tali titoli offrivano un inconsueto vantaggio in termini di interesse rispetto ai depositi bancari ed ai certificati di deposito in sterline.

In assenza di variazioni nella concessione di credito al settore privato, le banche sono state chiamate soprattutto a finanziare le esigenze di indebitamento del settore pubblico. In seguito, verso la fine dell'anno, sono fortemente aumentati i loro quozienti di liquidità.

Le società hanno raccolto limitati finanziamenti a titolo di prestito, salvo che nella forma di obbligazioni convertibili. Per contro sono decisamente aumentate le emissioni azionarie, mantenendosi a livelli elevati fino ai primi mesi del 1976, quando si è avuto un forte risveglio dei mutui ipotecari da parte delle *building societies*. I saggi

d'interesse a breve sulla sterlina sono sensibilmente calati dall'ottobre 1975 alla seconda metà dell'aprile 1976, quando, allo scopo di fermare lo slittamento della sterlina, la Banca d'Inghilterra ha portato il *minimum lending rate* dal 9 al 10,5%. Verso la fine di maggio questo saggio è ulteriormente salito all'11,5%.

In Francia, le autorità hanno cercato, nella fase iniziale della recessione, di moderare la flessione dei saggi d'interesse. Oltre che tornare a vantaggio del franco, un adeguato livello dei rendimenti in rapporto al tasso d'inflazione era ritenuto necessario per incanalare i risparmi verso impieghi a lungo termine. Si è dovuto tuttavia fare i conti in misura crescente con la disoccupazione. In presenza di una politica di mercato monetario improntata a cautela il saggio a un mese è calato dall'11% nel gennaio 1975 al 7% circa in estate, restringendo progressivamente il differenziale positivo rispetto ai saggi dell'eurodollaro. Nel gennaio 1976 il saggio è ulteriormente sceso al 6,5%, dopo di che ne è stato incoraggiato un certo rialzo per ragioni esterne. Il saggio di sconto della Banca di Francia è stato abbassato dal 13 all'8% nel periodo fra gennaio e settembre. Le riserve obbligatorie sono state sensibilmente ridotte ed i massimali al credito non sono stati diminuiti allorché l'effettiva espansione del credito risultava, sempre più, inferiore agli stessi. In effetti sono stati presi provvedimenti per incoraggiare molte categorie specifiche di credito. I saggi d'interesse manovrati sui depositi sono stati mantenuti relativamente alti; tuttavia, in presenza di saggi declinanti per gli altri tipi di depositi e sul mercato monetario, nel corso dell'anno le banche hanno ridotto i saggi attivi di base dal 12,4 all'8,6%.

Il credito totale alle imprese e ai privati ha avuto un'espansione del 14%, rispetto al 17% dell'anno precedente. Vi è stato un rallentamento particolarmente forte nei crediti a breve termine, soprattutto in quelli strettamente legati all'attività imprenditoriale, quali lo sconto di effetti ed il credito all'esportazione. I prestiti personali a breve scadenza, per i quali sono state attenuate in settembre le restrizioni prima vigenti, sono invece cresciuti del 35%; i crediti d'investimento non mobilizzabili a medio e a lungo termine sono aumentati del 27%. Il totale degli impieghi liquidi nell'economia ha fatto segnare un'espansione del 22% (rispetto al 13,5% del 1974). I depositi a risparmio sono aumentati del 29%.

Le emissioni obbligazionarie hanno raggiunto la cifra senza precedenti di fr.fr. 43,4 miliardi, cioè quasi il doppio rispetto all'ammontare, invero ridotto, del 1974. Lo Stato non ha emesso titoli direttamente, ma ha garantito in primavera un'emissione di fr.fr. 5 miliardi per il finanziamento di crediti d'investimento agevolati all'industria. Tutti gli altri settori emittenti hanno beneficiato di un aumento negli acquisti di titoli a reddito fisso. Le emissioni azionarie sono invece leggermente scese sotto i livelli del 1973 e del 1974.

Le norme, annunciate in aprile, che regolano la concessione di crediti bancari per il secondo semestre del 1976 mirano a mantenere l'espansione monetaria in linea con la crescita nominale del PNL.

In Italia, avendo l'estrema debolezza dell'economia contribuito a mantenere l'espansione del credito interno entro i limiti concordati con i creditori internazionali ed essendo la bilancia delle partite correnti in sostanziale miglioramento, la politica monetaria ha potuto essere notevolmente allentata dalla primavera del

1975 in poi. Dopo l'abolizione in marzo del deposito obbligatorio sulle importazioni, in aprile sono state tolte le restrizioni quantitative all'espansione del credito bancario e sono stati attenuati, per il secondo semestre del 1975, gli obblighi di investimento in titoli a reddito fisso posti alle banche. Il saggio di sconto della Banca d'Italia è stato ridotto in due riprese (maggio e settembre) dall'8 al 6%. Fra i primi mesi del 1975 e il gennaio del 1976 i saggi attivi primari delle banche sono stati ridotti dal 19 al 12% circa.

Nel 1975 l'espansione totale del credito interno è stata di circa lire 31.000 miliardi: un aumento del 19%, rispetto a quello del 16% avutosi nel 1974. Di questo ammontare il Tesoro ha assorbito lire 13.700 miliardi, mentre i crediti bancari al settore privato sono cresciuti del 14% circa (20% nel 1974). In ragione di un deciso aumento nell'offerta da parte dello Stato e degli istituti di credito speciale, le emissioni di titoli a reddito fisso hanno raggiunto l'importo di lire 12.125 miliardi, rispetto a lire 3.500 miliardi nel 1974. I collocamenti netti al di fuori del sistema bancario sono ammontati quasi a lire 3.000 miliardi (dopo una forte riduzione netta delle consistenze nel 1974); le banche hanno acquistato per lire 6.250 miliardi, superando di gran lunga gli obblighi di investimento. Nel 1975 l'imponente aumento del disavanzo del Tesoro e il rifinanziamento ufficiale dei crediti a breve all'esportazione hanno contribuito a un'espansione della base monetaria del 18,5%.

Nei primi mesi del 1976, deteriorandosi gravemente la posizione della lira sul mercato dei cambi, è stato ridotto il rifinanziamento delle esportazioni, sono stati elevati i coefficienti di riserva obbligatoria delle banche, e la Banca d'Italia fino a marzo ha aumentato in tre riprese il saggio di sconto, portandolo dal 6% al 12%. Anche dal deposito obbligatorio sulle importazioni, reintrodotta in maggio, ci si attende un immediato e deciso effetto di contenimento sulla creazione di liquidità interna.



## V. SCAMBI E PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Nel 1975 e nei primi mesi del 1976 l'andamento degli scambi e dei pagamenti internazionali è stato principalmente determinato dalle fluttuazioni dell'attività economica nei paesi industriali. Per quanto concerne l'interscambio mondiale, la più acuta recessione industriale del periodo postbellico ha prodotto una notevole riduzione quantitativa delle importazioni e delle esportazioni. Il volume delle importazioni dei paesi sviluppati è sceso dell'8% nel 1975. Ancora maggiore, in termini relativi, è stata la flessione di circa il 17% nel volume delle importazioni dei paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio, attribuibile in parte alla riduzione nei proventi delle loro esportazioni causata dalla recessione, in parte dai più elevati prezzi del petrolio. In altre aree, tuttavia, alcuni fattori hanno concorso a contenere la flessione complessiva del commercio e dell'economia mondiale. Le importazioni dei paesi OPEC sono aumentate anche più velocemente che nel 1974. Per di più nel 1975 i paesi ad economia pianificata hanno aumentato il volume delle loro importazioni, sia nel commercio con il resto del mondo sia, anche se in misura minore, fra di loro. Questi fattori di sostegno hanno cominciato a vacillare verso la fine dell'anno. Nel caso dei paesi OPEC ciò è dipeso, in certa misura, dalla pura impossibilità fisica di continuare ad assorbire una così elevata quantità di importazioni, sebbene alcuni di questi paesi siano stati indotti a ridurle anche a causa degli introiti decrescenti. E' sembrato anche che considerazioni finanziarie possano aver cominciato a limitare il flusso delle importazioni ad alcune economie pianificate. A quell'epoca, tuttavia, nella maggior parte dei paesi industriali la recessione aveva superato la fase più acuta e la loro domanda di importazioni iniziava a riprendersi. Cosicché, sia l'ampiezza sia la durata della flessione del commercio mondiale sono risultate tali da smentire i peggiori timori dei pessimisti e per la fine del 1975 l'andamento era di nuovo chiaramente ascendente.

La contrazione avvenuta lo scorso anno negli scambi ha avuto l'effetto di attenuare notevolmente due dei tre principali fattori dello squilibrio senza precedenti avutosi nel 1974 nei pagamenti internazionali: sia l'eccedenza di parte corrente dell'area OPEC sia il disavanzo dei paesi dell'OCSE si sono fortemente ridotti, mentre si è ulteriormente dilatato il disavanzo complessivo dei paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio. Nonostante un certo numero di situazioni difficili, i problemi di finanziamento connessi alle bilance dei pagamenti sono stati di portata inferiore a quelli del 1974, subito dopo l'impatto del rincaro del petrolio. Con la ripresa del commercio internazionale, cominciano tuttavia a riemergere gli squilibri precedenti. Il miglioramento complessivo nei conti con l'estero dell'area industrializzata è stato per intero di natura congiunturale; per di più, le variazioni nelle posizioni dei singoli paesi sono state poco uniformi: in corrispondenza del minimo ciclico molti presentavano ancora disavanzi - o, nel migliore dei casi, una posizione di pareggio - nelle transazioni correnti con l'estero. Si può calcolare che nei primi mesi del 1976 il disavanzo di parte corrente dei paesi dell'OCSE procedesse a un ritmo annuale di circa \$ 20 miliardi.

Gli avvenimenti del 1975 e dei primi mesi del 1976 dimostrano come possa rapidamente mutare, nei due sensi, l'assetto mondiale delle bilance dei pagamenti.

L'attuale situazione è tale da richiedere ancora aggiustamenti fondamentali, sia fra i paesi esportatori di petrolio ed il resto del mondo, sia all'interno dell'area industrializzata. Al tempo stesso si porranno probabilmente notevoli problemi di finanziamento. Questi, sebbene non dovrebbero essere di entità pari a quelli del 1974, potrebbero risultare di più difficile soluzione a causa del livello d'indebitamento raggiunto.

### Commercio mondiale.

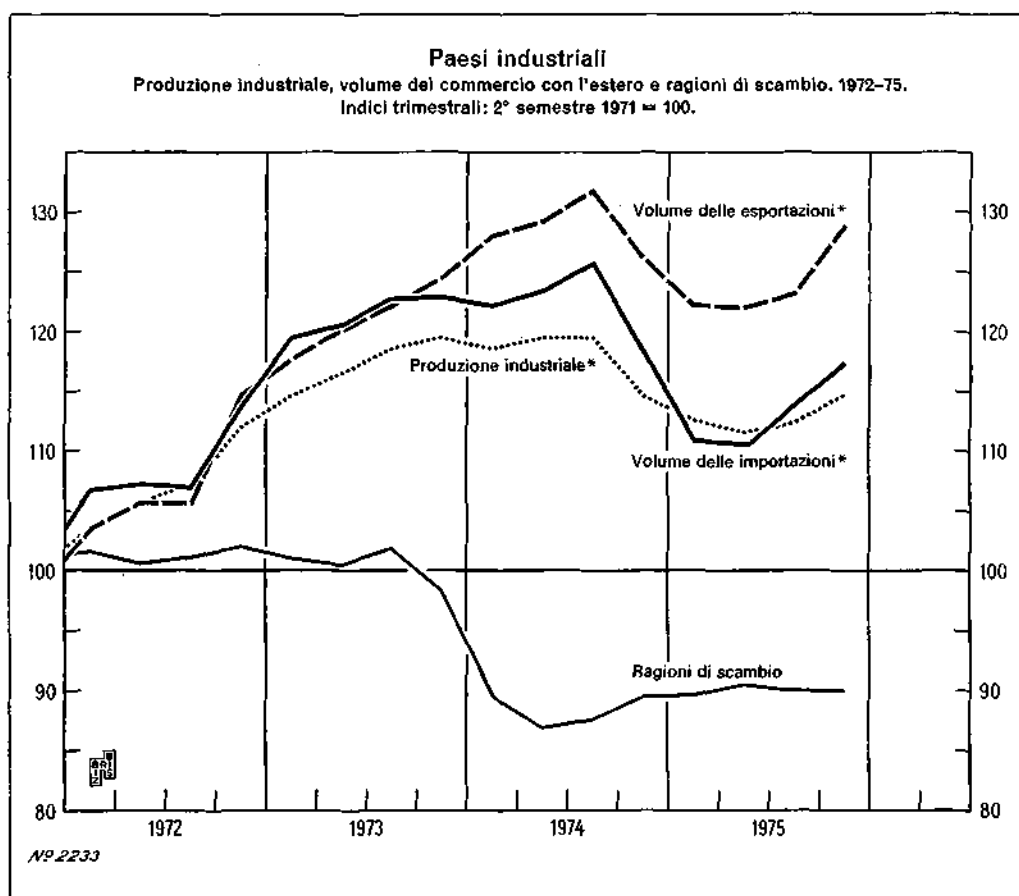
Nel 1975, sotto l'influsso della recessione nei paesi industriali, gli scambi internazionali — la cui espansione in termini reali era già rallentata dal 12 al 5% fra il 1973 ed il 1974 — hanno subito un calo effettivo del 6%, facendo segnare la prima contrazione di un certo rilievo del periodo postbellico. La recessione del commercio si è accompagnata ad un notevole rallentamento dell'aumento del valore medio unitario delle merci oggetto di scambi internazionali, che è infatti sceso da oltre il 40% a poco meno del 10%. Di conseguenza, l'espansione del commercio mondiale in termini di dollari — ammontante a \$35 miliardi — è stata appena pari ad 1/8 di quella del 1974. L'intera recessione negli scambi si è concentrata nel primo semestre del 1975; con l'inizio della ripresa nell'attività economica in un certo numero di importanti paesi industriali, il volume dell'interscambio ha presentato un aumento annuale del 6% fra i due semestri e sembra che per il 1976 il ritmo di espansione possa essere dell'ordine del 10%.

Commercio mondiale.<sup>1</sup>

Aree	Esportazioni (fob)				Importazioni (cif)			
	1974	1975	1975		1974	1975	1975	
		Anno	1° semestre	2° semestre		Anno	1° semestre	2° semestre
miliardi di dollari USA								
<b>Paesi industriali</b>								
Europa occidentale:								
Paesi CEE . . . . .	275	294	151	143	293	297	151	146
Altri paesi . . . . .	64	68	35	33	92	96	51	45
Totale . . . . .	339	362	186	176	385	393	202	191
<i>(Indice volume 1973=100)</i>	<i>(105)</i>	<i>(100)</i>	<i>(99)</i>	<i>(101)</i>	<i>(99)</i>	<i>(94)</i>	<i>(93)</i>	<i>(94)</i>
Stati Uniti . . . . .	99	108	54	54	108	103	51	52
Canada . . . . .	34	34	17	17	35	36	18	18
Giappone . . . . .	56	56	27	29	62	58	29	29
Altri paesi <sup>2</sup> . . . . .	20	21	11	10	28	27	14	13
Totale paesi industriali .	548	581	295	286	618	617	314	303
<i>(Indice volume 1973=100)</i>	<i>(107)</i>	<i>(102)</i>	<i>(101)</i>	<i>(103)</i>	<i>(101)</i>	<i>(93)</i>	<i>(92)</i>	<i>(94)</i>
<b>Paesi in via di sviluppo</b>								
OPEC <sup>3</sup> . . . . .	137	119	56	63	32	50	23	27
<i>(Indice volume 1973=100)</i>	<i>(105)</i>	<i>(85)</i>	<i>(82)</i>	<i>(88)</i>	<i>(139)</i>	<i>(200)</i>	<i>(188)</i>	<i>(212)</i>
Altri paesi . . . . .	95	93	46	47	122	126	63	63
<i>(Indice volume 1973=100)</i>	<i>(103)</i>	<i>(96)</i>	<i>(92)</i>	<i>(100)</i>	<i>(105)</i>	<i>(88)</i>	<i>(89)</i>	<i>(87)</i>
Totale paesi in via di sviluppo . . . . .	232	212	102	110	154	176	86	90
<i>(Indice volume 1973=100)</i>	<i>(104)</i>	<i>(91)</i>	<i>(87)</i>	<i>(94)</i>	<i>(115)</i>	<i>(117)</i>	<i>(115)</i>	<i>(119)</i>
<b>Europa orientale<sup>4</sup> e URSS</b>								
URSS . . . . .	65	78	37	41	71	93	45	48
Totale generale . . . . .	845	871	434	437	843	886	445	441
<i>(Indice volume<sup>5</sup> 1973=100)</i>	<i>(106)</i>	<i>(100)</i>	<i>(98)</i>	<i>(102)</i>	<i>(103)</i>	<i>(97)</i>	<i>(96)</i>	<i>(98)</i>

<sup>1</sup> Esclusi i paesi dell'Asia ad economia pianificata. <sup>2</sup> Australia, Israele, Nuova Zelanda e Sud Africa. <sup>3</sup> Algeria, Ecuador, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti e Venezuela. <sup>4</sup> Bulgaria, Cecoslovacchia, Repubblica Democratica Tedesca, Ungheria, Polonia e Romania. <sup>5</sup> Escluse l'Europa orientale e l'URSS.

Le caratteristiche della recessione nei paesi industriali, causa del calo negli scambi internazionali, sono state descritte nel Capitolo II; il grafico seguente illustra l'andamento della produzione industriale in tali paesi e le loro importazioni durante questo ciclo. In particolare, fra il secondo trimestre del 1974 ed il secondo trimestre del 1975 la produzione e le importazioni sono nel complesso rispettivamente diminuite del 6,5% e del 10,5%. Nell'ultimo trimestre dello scorso anno, allorché l'Europa si è avviata nella scia della ripresa economica già in atto negli Stati Uniti e in Giappone, le importazioni complessive dei paesi industriali hanno ripreso nettamente a salire.



\* Destagionalizzato.

Se si considera il 1975, i paesi industriali hanno registrato una flessione dell'8% nel volume delle importazioni. Così come per la recessione, l'andamento non è stato uniforme; in generale, però, i paesi che nel 1975 hanno avuto i più forti cali della produzione industriale, sono anche stati quelli le cui importazioni sono diminuite maggiormente. Così la grave recessione interna della Svizzera si è tradotta in un calo del 17% nel volume delle importazioni, mentre fra i maggiori paesi il Giappone e gli Stati Uniti hanno registrato flessioni rispettivamente del 12,5 e dell'11,5%. In Italia gli effetti della recessione e del deposito obbligatorio si sono rispecchiati nel

calo dell'11% delle importazioni nei primi mesi del 1975, solo in parte compensato da un netto recupero verso la fine dell'anno. In altri paesi l'attività economica interna era meno depressa, così che le importazioni del Canada, dei Paesi Bassi e della Svezia si sono contratte del 5% o meno, mentre quelle della Germania e della Norvegia sono addirittura aumentate, rispettivamente del 3 e dell'1%. La ripresa economica nell'ambito dei paesi industriali nella seconda metà dell'anno ha comportato un aumento nel volume delle loro importazioni ad un ritmo annuale del 4%; sembra che quest'aumento si sia accentuato ulteriormente nei primi mesi del 1976, raggiungendo un ritmo annuale forse del 10%, rimanendo ancora gli Stati Uniti il principale elemento dell'espansione.

Le importazioni dei paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio, dopo che nel 1974 avevano mostrato una buona tenuta pur in presenza del rincaro del prezzo del petrolio e del conseguente indebolimento nella domanda delle loro esportazioni, si sono ridotte di ben il 17% in volume durante il 1975. La flessione si è concentrata soprattutto nella prima parte dell'anno, per poi continuare ad un ritmo meno veloce.

Compensando in parte l'influsso recessivo dei paesi industriali sugli scambi mondiali, nel 1975 le importazioni dei paesi produttori di petrolio e - in misura minore - di quelli a economia pianificata hanno continuato ad aumentare. Per quanto concerne i paesi dell'OPEC i loro acquisti all'estero sono cresciuti di circa il 45% in termini di volume, ossia in misura persino superiore all'anno precedente. Come indica la tabella seguente, tutti i principali paesi industriali hanno fruito di tale aumento; gli Stati Uniti, il Giappone e la Germania sono stati i principali fornitori, mentre la Svezia e il Regno Unito hanno presentato i più forti incrementi relativi. Il tasso di crescita dei mercati suddetti ha iniziato a ridursi alquanto bruscamente nel secondo semestre. Ciò è in parte attribuibile alla congestione dei porti e delle strutture distributive interne e in parte alla riduzione dei programmi di spesa di certi paesi di fronte ai minori introiti derivanti dal petrolio.

**Esportazioni\* dei paesi industriali verso i paesi OPEC e verso i paesi ad economia pianificata.**

Paesi	Paesi OPEC			Paesi ad economia pianificata		
	Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente		Valore (fob) in miliardi di dollari	Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente		Valore (fob) in miliardi di dollari
	1974	1975	1975	1974	1975	1975
Canada . . . . .	101	34	0,7	6	42	1,1
Francia . . . . .	64	63	4,9	34	64	2,9
Germania . . . . .	80	68	6,8	48	16	7,1
Giappone . . . . .	99	55	8,4	101	19	4,7
Italia . . . . .	86	65	3,7	65	32	2,4
Paesi Bassi . . . . .	46	60	1,4	59	17	0,9
Regno Unito . . . . .	45	78	4,5	23	24	1,5
Svezia . . . . .	75	83	0,7	49	43	1,2
Svizzera . . . . .	48	57	0,8	43	25	0,8
Stati Uniti . . . . .	86	60	10,8	-17	48	2,9
UEBL . . . . .	49	66	1,2	70	4	0,9
<b>Totale . . . . .</b>	<b>76</b>	<b>63</b>	<b>43,9</b>	<b>42</b>	<b>28</b>	<b>26,4</b>

\* Calcolate su dati doganali.

Quanto ai paesi ad economia pianificata, una parte dell'espansione degli scambi dell'anno scorso riguarda quelli all'interno dell'area stessa. Per il secondo anno successivo vi è stata tuttavia anche una rapida crescita delle importazioni dalle economie di mercato, come mostra la tabella sopra riportata. Sono stati accelerati gli acquisti di prodotti ad alta tecnologia, al fine di raggiungere nell'anno finale gli obiettivi dei piani quinquennali 1971-75. Gli scarsi raccolti in agricoltura hanno poi reso necessari forti acquisti di cereali.

Dal lato dell'esportazione l'anno scorso tutti i principali gruppi di paesi hanno sperimentato flessioni in volume. Di gran lunga le maggiori sono state quelle dei paesi OPEC, le cui esportazioni totali sono state inferiori di quasi il 20% al livello del 1974. La flessione si è concentrata nelle vendite ai paesi industriali, derivando dall'effetto combinato della recessione e di provvedimenti volti a risparmiare energia. D'altra parte, i paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio, nonostante la loro forte dipendenza dai mercati dei paesi industriali, hanno registrato una flessione più contenuta (7%) nel volume delle esportazioni. Le loro vendite avevano già dato segni di declino nel 1974; esse hanno peraltro presto risposto alla ripresa nel mondo industriale, soprattutto dal momento che questa è stata avviata dal processo di ricostituzione delle scorte. Nel 1975 il volume delle esportazioni dei paesi industriali è sceso in complesso di circa il 5%. Così come per le importazioni, vi sono state ampie differenze fra i vari paesi.

A parte i paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio, i movimenti relativi nel volume delle esportazioni e delle importazioni di ciascun gruppo di paesi sono stati rafforzati dalle variazioni nelle rispettive ragioni di scambio nel 1975. Fra il secondo e il terzo trimestre del 1974 globalmente le ragioni di scambio dei paesi industriali avevano cominciato a migliorare e, verso la metà del 1975, il movimento favorevole risultava di circa il 4%. Nel resto dell'anno vi sono state scarse variazioni. Tuttavia non tutti i paesi industriali hanno beneficiato del miglioramento globale: in Canada e Giappone le ragioni di scambio sono peggiorate, mentre nei paesi del Benelux sono rimaste pressoché invariate; quanto ai paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio, queste sono peggiorate per il secondo anno consecutivo, cosicché anche la netta riduzione nel volume delle loro importazioni non è riuscita a impedire un ulteriore peggioramento delle loro bilance commerciali.

### **Le bilance dei pagamenti.**

L'andamento degli scambi ora descritto è stato il fattore principale degli spostamenti avvenuti lo scorso anno nelle bilance di parte corrente, illustrati, per quanto concerne i principali gruppi di paesi, nella tabella seguente. Il disavanzo corrente per l'insieme dei paesi industriali è sceso da \$34,3 a 8,7 miliardi e l'eccedenza del complesso dei paesi OPEC da \$65 a 35 miliardi. D'altro canto il disavanzo globale dei paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio è aumentato, secondo le stime, da \$15 a 25 miliardi. L'Europa orientale e l'URSS, per cui non sono disponibili dati comparabili relativi alle partite correnti, hanno presentato nell'insieme un aumento del disavanzo commerciale da \$2 a 10 miliardi.

La migliorata situazione dei saldi delle partite correnti nei *paesi industriali* nel 1975 si è concentrata in cinque importanti paesi - Stati Uniti, Italia, Francia, Regno Unito e Giappone - che hanno presentato nell'insieme un miglioramento di \$34 mi-

**Transazioni internazionali di parte corrente.<sup>1</sup>**

Paesi ed aree	Saldo commerciale (fob)			Saldo dei servizi e trasferimenti			Saldo delle partite correnti		
	1973	1974	1975	1973	1974	1975	1973	1974	1975
miliardi di dollari USA									
<b>Paesi industriali</b>									
Canada . . . . .	+ 2,7	+ 1,5	- 0,8	- 2,7	- 3,2	- 4,2	0	- 1,7	- 5,0
Francia . . . . .	+ 0,8	- 3,8	+ 1,5	- 1,5	- 2,1	- 1,4	- 0,7	- 5,9	+ 0,1
Germania . . . . .	+15,3	+21,9	+17,1	-10,9	-12,2	-13,3	+ 4,4	+ 9,7	+ 3,8
Giappone . . . . .	+ 3,7	+ 1,4	+ 5,1	- 3,8	- 6,1	- 5,8	- 0,1	- 4,7	- 0,7
Italia . . . . .	- 4,0	- 8,5	- 1,1	+ 1,5	+ 0,7	+ 0,6	- 2,5	- 7,8	- 0,5
Paesi Bassi . . . . .	+ 0,8	+ 0,4	+ 0,6	+ 1,5	+ 1,6	+ 0,9	+ 2,3	+ 2,0	+ 1,5
Regno Unito . . . . .	- 5,7	-12,3	- 7,2	+ 3,7	+ 3,8	+ 3,3	- 2,0	- 8,5	- 3,9
Svezia . . . . .	+ 2,3	+ 0,7	+ 0,8	- 1,1	- 1,6	- 2,3	+ 1,2	- 0,9	- 1,5
Svizzera . . . . .	- 1,8	- 2,1	+ 0,1	+ 2,1	+ 2,3	+ 2,9	+ 0,3	+ 0,2	+ 3,0
Stati Uniti . . . . .	+ 1,0	- 5,3	+ 9,0	- 0,7	+ 5,1 <sup>3</sup>	+ 2,9	+ 0,3	- 0,2 <sup>3</sup>	+11,9
UEBL <sup>2</sup> . . . . .	+ 1,2	+ 0,9	+ 0,7	- 0,1	0	+ 0,4	+ 1,1	+ 0,9	+ 1,1
Gruppo dei Dieci e Svizzera . . . . .	+16,3	- 5,2	+25,8	-12,0	-11,7	-16,0	+ 4,3	-16,9	+ 9,8
Altri paesi . . . . .	- 9,0	-24,5	-24,4	+ 8,6	+ 7,1	+ 5,9	- 0,4	-17,4	-18,5
<b>Totale paesi industriali di cui:</b>									
OCSE . . . . .	+ 7,3	-29,7	+ 1,4	- 3,4	- 4,6	-10,1	+ 3,9	-34,3	- 8,7
	+ 7,5	-26,7	+ 5,1	- 4,2	- 5,1	-10,6	+ 3,3	-31,8	- 5,5
<b>Paesi in via di sviluppo<sup>4</sup></b>									
OPEC . . . . .	+27	+107	+74	-23	-42	-39	+ 4	+65	+35
Altri paesi . . . . .	- 2	- 14	-19	0	- 1	- 6	- 2	-15	-25
<b>Totale paesi in via di sviluppo . . . . .</b>	<b>+25</b>	<b>+ 93</b>	<b>+55</b>	<b>-23</b>	<b>-43</b>	<b>-45</b>	<b>+ 2</b>	<b>+50</b>	<b>+10</b>
<b>Europa orientale e URSS . . . . .</b>	<b>- 1</b>	<b>- 2</b>	<b>-10</b>						

<sup>1</sup> Su base economica. <sup>2</sup> Parzialmente su base valutaria; esportazioni ed importazioni in parte cif. <sup>3</sup> Esclusi sussidi speciali del governo USA ammontanti a \$3,1 miliardi. <sup>4</sup> Dati parzialmente stimati.

liardi, controbilanciato in parte dal movimento di segno opposto, ammontante a \$10 miliardi, nelle bilance di parte corrente di Germania, Canada e Svezia. Nei paesi minori dell'OCSE, vi sono stati alcuni cambiamenti relativamente importanti nelle partite correnti, ma la posizione nel suo insieme non si è discostata molto da quella del 1974. Oltre ad essere poco uniforme, la migliore situazione delle partite correnti dello scorso anno ha pur sempre lasciato i paesi OCSE in una situazione di disavanzo globale di \$5,5 miliardi quantunque in presenza di una disoccupazione a livelli record nel dopoguerra. Fra i cinque paesi con i più netti miglioramenti solo gli Stati Uniti hanno fatto registrare una considerevole eccedenza, mentre il disavanzo del Regno Unito è stato ancora di dimensioni abbastanza preoccupanti. Nella maggior parte dei casi dunque i paesi non disponevano, sotto questo rispetto, di margini di sicurezza allorchè la ripresa si è avviata e, a partire dagli ultimi mesi del 1975 un certo numero di bilance commerciali ha ripreso a peggiorare.

In molti casi le variazioni nei saldi di parte corrente si sono accompagnate a spostamenti di segno opposto in conto capitale. Fra i paesi in cui i disavanzi si sono

ridotti, gli afflussi netti di capitali sono fortemente diminuiti nel Regno Unito, in Danimarca e in Irlanda, mentre in Italia vi è stato un deflusso netto. Laddove i disavanzi sono stati maggiori - come in Canada, Finlandia, Norvegia e Svezia - gli afflussi di capitale, soprattutto a lungo termine, sono invece aumentati. All'estremo opposto i deflussi netti di capitale dalla Germania sono calati unitamente all'eccedenza di parte corrente, sebbene in misura minore. Tuttavia, in un certo numero di casi le due parti della bilancia dei pagamenti non si sono mosse in modo simmetrico. Gli afflussi netti in Francia e Svizzera sono rimasti vicini ai livelli del 1974 e lo stesso vale, grosso modo, per i deflussi dal Giappone e dagli Stati Uniti.

In termini assoluti il più notevole miglioramento è stato quello del saldo di parte corrente degli *Stati Uniti*, passato da un leggero disavanzo ad un'eccedenza di \$11,9 miliardi. Ancora più netto il progresso della bilancia commerciale, che, con un recupero di \$14,3 miliardi, ha fatto segnare un saldo attivo di \$9 miliardi. Nonostante la leggera flessione in termini di volume, le esportazioni complessive sono salite di \$8,9 miliardi. Quasi la metà di questo aumento in valore va attribuita a vendite ai paesi dell'OPEC, mentre le categorie merceologiche con maggiori incrementi riguardano le esportazioni di beni strumentali e autoveicoli industriali. Per il secondo anno consecutivo le esportazioni di prodotti agricoli hanno raggiunto il notevole ammontare di \$22 miliardi. Rispetto al 1974 le importazioni sono diminuite di \$5,4 miliardi.

Fra il secondo semestre del 1974 e il primo semestre del 1975 il saldo della bilancia commerciale ha fatto segnare un miglioramento di \$8,5 miliardi, passando ad un'eccedenza di \$4,8 miliardi. Il progresso è attribuibile pressoché per intero alle importazioni, calate in volume del 16%. Con l'inizio della ripresa economica, nel secondo semestre le importazioni sono salite di \$1,9 miliardi, con un incremento in volume del 12% nel terzo trimestre. Dato l'incremento delle esportazioni sia in valore sia in volume - specialmente le vendite di prodotti agricoli all'Unione Sovietica - l'eccedenza commerciale nel secondo semestre dell'anno è stata di \$4,3 miliardi. Con gli Stati Uniti ancora in qualità di paese-guida nella ripresa economica mondiale, nel primo trimestre del 1976 la bilancia commerciale è ritornata ad un disavanzo di \$1,6 miliardi. Il volume delle importazioni è ulteriormente aumentato del 9%, mentre quello delle esportazioni è sceso del 4%. Ciò è stato sufficiente a riportare il saldo di parte corrente in una posizione di moderato disavanzo.

Nel 1975, l'eccedenza delle partite invisibili e dei trasferimenti è scesa da \$5,1 a 2,9 miliardi. I redditi netti da investimento sono calati da \$10,1 a 6 miliardi, in gran parte a causa della forte contrazione dei proventi sugli investimenti petroliferi all'estero.

I deflussi di capitali a lungo termine, pari a \$10,5 miliardi, non si sono discostati dal livello dell'anno precedente, benché abbiano avuto una composizione alquanto diversa. Le emissioni obbligazionarie estere sui mercati USA sono salite di \$4,8 passando a 7,2 miliardi, mentre il credito bancario a lungo termine si è raddoppiato raggiungendo i \$2,3 miliardi. D'altra parte il rinnovato interesse degli operatori esteri per i titoli azionari USA - l'indice Dow Jones è salito nell'anno di quasi un terzo - ha determinato un aumento di \$3,9 miliardi nelle vendite complessive di valori mobiliari americani diversi dai titoli del Tesoro, comprendenti gli investimenti in titoli per \$1,4 miliardi da parte dei paesi OPEC. Inoltre, l'investimento diretto netto è calato da un deflusso netto di \$5,2 ad uno di 3,8 miliardi. Gli afflussi di fondi a breve al settore non bancario - pari a \$3,4 miliardi - sono stati leggermente inferiori a quelli

**Paesi industriali: Bilance dei pagamenti.<sup>1</sup>**

Paesi	Anni	Saldo delle partite correnti	Saldo dei movimenti di capitale	Saldo globale <sup>2</sup>	Aggiustamenti <sup>3</sup>	Saldo globale rettificato (=saldo dei movimenti monetari) <sup>4</sup>
Austria . . . . .	1974	- 480	+ 520	+ 60	+ 70	+ 130
	1975	- 340	+ 1.370	+ 1.030	- 90	+ 940
Belgio-Lussemburgo <sup>5</sup> . . . . .	1974	+ 910	- 250	+ 660	- 200	+ 460
	1975	+ 1.050	+ 440	+ 1.490	+ 70	+ 1.560
Canada . . . . .	1974	- 1.670	+ 2.440	+ 770	+ 100	+ 870
	1975	- 5.010	+ 3.490	- 1.520	+ 160	- 1.360
Danimarca . . . . .	1974	- 920	+ 810	- 110	+ 120	+ 10
	1975	- 510	+ 150	- 360	- 30	- 390
Finlandia . . . . .	1974	- 1.210	+ 810	- 400	+ 20	- 380
	1975	- 2.140	+ 1.710	- 430	- 10	- 440
Francia . . . . .	1974	- 5.940	+ 5.900	- 40	- 440	- 480
	1975	+ 50	+ 5.480	+ 5.530	- 440	+ 5.090
Germania . . . . .	1974	+ 9.670	- 6.500	+ 3.170	+ 90	+ 3.260
	1975	+ 3.820	- 3.580	+ 240	- 780	- 540
Giappone . . . . .	1974	- 4.690	- 2.140	- 6.830	+ 100	- 6.730
	1975	- 680	- 1.940	- 2.620	- 140	- 2.760
Grecia . . . . .	1974	- 1.240	+ 1.100	- 140	.	- 140
	1975	- 1.010	+ 820	- 190	.	- 190
Irlanda . . . . .	1974	- 710	+ 790	+ 80	+ 90	+ 170
	1975	- 120	+ 450	+ 330	- 90	+ 240
Italia . . . . .	1974	- 7.820	+ 2.480	- 5.340	+ 180	- 5.160
	1975	- 520	- 1.270	- 1.790	- 140	- 1.930
Jugoslavia . . . . .	1974	- 1.230	+ 780	- 450	.	- 450
	1975	- 950	+ 780	- 170	.	- 170
Norvegia . . . . .	1974	- 1.240	+ 1.440	+ 200	+ 170	+ 370
	1975	- 2.590	+ 2.970	+ 380	- 300	+ 80
Paesi Bassi . . . . .	1974	+ 2.030	- 1.320	+ 710	+ 290	+ 1.000
	1975	+ 1.500	- 1.230	+ 270	+ 590	+ 860
Portogallo <sup>6</sup> . . . . .	1974	- 820	+ 190	- 630	- 20	- 650
	1975	- 840	- 220	- 1.060	.	.
Regno Unito . . . . .	1974	- 8.530	+ 5.120	- 3.410	+ 120	- 3.290
	1975	- 3.860	+ 1.060	- 2.800	+ 110	- 2.690
Spagna . . . . .	1974	- 3.270	+ 1.570	- 1.700	- 150	- 1.850
	1975	- 3.480	+ 2.030	- 1.450	- 90	- 1.540
Stati Uniti . . . . .	1974	- 210	- 6.690	- 6.900	+ 330	- 6.570
	1975	+ 11.920	- 7.140	+ 4.780	- 140	+ 4.640
Svezia . . . . .	1974	- 930	+ 520	- 410	- 10	- 420
	1975	- 1.510	+ 2.520	+ 1.010	- 40	+ 970
Svizzera . . . . .	1974	+ 170	+ 2.440	+ 2.610	.	+ 2.610
	1975	+ 3.020	+ 2.170	+ 5.190	.	+ 5.190
Turchia . . . . .	1974	- 720	+ 60	- 660	.	- 660
	1975	- 1.800	+ 160	- 1.640	.	- 1.640

Nota: Laddove possibile i saldi dei movimenti di capitale e quelli globali non comprendono le variazioni delle posizioni a breve delle banche sull'estero, che, insieme a quelle delle posizioni monetarie ufficiali nette, sono considerate poste di finanziamento.

<sup>1</sup> Su base economica. <sup>2</sup> Pari alla somma delle transazioni effettive; sono escluse - ove possibile - le plusvalenze e le minusvalenze nelle partite monetarie derivanti da variazioni nei tassi di cambio. <sup>3</sup> Differenza dovuta ad aggiustamenti di cambio ed a discrepanze nel campo di rilevazione. <sup>4</sup> Uguale alla somma delle ultime due colonne della tabella a pagina 73. <sup>5</sup> Parzialmente su base valutaria. <sup>6</sup> Territorio metropolitano rispetto al resto del mondo.



del 1974, benché abbiano avuto una struttura simile, comprendendo entrate di natura non identificata per più di \$4,5 miliardi. Lo spostamento avvenuto nella bilancia complessiva dei pagamenti ha pertanto riflesso abbastanza da vicino l'andamento delle partite correnti.

Ancora più spettacolare in termini relativi è stato il miglioramento pari al 5 % del PNL conseguito lo scorso anno dalla bilancia dei pagamenti di parte corrente dell'*Italia*, con la riduzione del disavanzo a \$0,5 miliardi. Il disavanzo commerciale è sceso da \$8,5 a 1,1 miliardi, con una contrazione nel volume delle importazioni dell'11 % ed un aumento delle esportazioni del 2 %. Come avvenuto in altri paesi industriali, l'*Italia* ha fortemente incrementato le proprie vendite ai paesi dell'OPEC ed ai paesi ad economia pianificata; contrariamente alla maggior parte dei paesi industriali, ha tuttavia mantenuto ad elevati livelli le forniture al Mercato Comune. L'eccedenza di \$0,6 miliardi nelle partite invisibili è stata pressoché uguale a quella del 1974, in quanto la riduzione nelle rimesse degli emigrati e il maggiore onere rappresentato dai pagamenti in conto interesse sui debiti con l'estero sono stati compensati dalle più elevate entrate provenienti dal turismo e dai ridotti trasferimenti all'estero da parte dello Stato.

I vari provvedimenti restrittivi presi verso la metà del 1974 avevano già iniziato a ridurre il disavanzo nell'ultima parte di quell'anno. Con il passaggio dell'economia nella fase recessiva, la tendenza si è accentuata e in ciascuno dei primi tre trimestri del 1975 le partite correnti - depurate dei fattori stagionali - si sono presentate all'incirca in pareggio. Nel terzo trimestre, con la ripresa della produzione e della domanda interna, le importazioni, il cui volume era diminuito del 18 % nella prima metà dell'anno, hanno iniziato a crescere e, negli ultimi tre mesi, essendo esse aumentate del 15 %, la bilancia delle partite correnti è passata a un disavanzo di \$0,4 miliardi. Le importazioni hanno continuato ad aumentare rapidamente nel primo trimestre del 1976 e il disavanzo di parte corrente non destagionalizzato si è ampliato fino a raggiungere \$1,3 miliardi, con un peggioramento, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, di oltre \$0,9 miliardi.

I movimenti di capitale, che nel 1974 avevano fatto segnare un afflusso netto di \$2,6 miliardi, hanno avuto nel 1975 un saldo negativo di \$1,6 miliardi. In larga misura tale situazione ha riflesso il fatto che gli enti del settore pubblico, che nel 1974 avevano raccolto \$2,1 miliardi sul mercato eurovalutario, nel 1975 hanno effettuato rimborsi per \$0,9 miliardi. Inoltre, altri movimenti di capitali, sui quali ha influito, tra l'altro, la cessazione del deposito obbligatorio sulle importazioni, hanno fatto registrare un'uscita di \$0,4 miliardi, contro un'entrata della stessa dimensione nel 1974.

Nel 1975 anche la bilancia delle partite correnti della *Francia* è ritornata in pareggio. Gran parte del miglioramento va attribuito alla bilancia commerciale, specie nella prima parte dell'anno, durante la quale la debole domanda interna ha determinato una netta flessione nel volume delle importazioni. Se si considera l'anno nel suo insieme, il calo è stato dell'8,5 %, con le maggiori diminuzioni nei settori delle materie prime, dell'energia e dei manufatti. La contrazione in volume delle esportazioni - pari al 4 % - è stata molto meno pronunciata. Le vendite di prodotti finiti, grazie anche al sostegno di maggiori crediti all'esportazione, hanno leggermente superato i livelli del 1974. Al miglioramento hanno contribuito anche le ragioni di scambio: i prezzi all'esportazione sono saliti del 6 %, ossia di quasi il doppio rispetto ai prezzi all'importazione. La relativa stabilità di questi ultimi è riconducibile non

solo al ribasso dei prezzi delle materie prime, ma anche al rafforzamento del franco. Inoltre, il disavanzo delle partite invisibili si è contratto di \$0,7 miliardi passando a \$1,4 miliardi. Anche questo fenomeno è stato in parte di natura congiunturale, in quanto la diminuzione delle importazioni e dei noli ha ridotto di \$0,4 miliardi il disavanzo in conto trasporti.

L'evoluzione della bilancia di parte corrente ha eliminato i problemi di finanziamento dello scorso anno e i movimenti di capitale sono stati conseguentemente abbastanza diversi rispetto al 1974. I movimenti dei capitali a lungo termine, che nel 1974 avevano prodotto un afflusso netto di \$2,2 miliardi, hanno fatto segnare un deflusso netto di \$0,3 miliardi. Quasi la metà di questa variazione è derivata da un incremento di oltre \$1 miliardo nei crediti bancari a lungo termine concessi all'estero, in prevalenza crediti all'esportazione. Il capovolgimento del conto dei capitali a lungo termine è stato ampiamente controbilanciato da un aumento di \$2 miliardi negli afflussi a breve, fra cui le partite non identificate, raggiungendo il notevole importo di \$5,8 miliardi. Gli afflussi complessivi netti di capitale hanno quindi quasi toccato il livello dell'anno precedente e l'avanzo globale di \$5,5 miliardi è stato il maggiore fra quelli fatti registrare nel 1975 dai paesi industriali.

Fra il terzo ed il quarto trimestre del 1975 l'aumento delle importazioni ha spostato il saldo commerciale su base doganale, depurato dei fattori stagionali, da un'eccedenza di \$0,5 miliardi a un disavanzo di \$0,6 miliardi. E' stato questo il fattore che ha contribuito a dare l'avvio alle pressioni sul franco nel gennaio 1976. Di fatto nel primo trimestre dell'anno il disavanzo delle transazioni commerciali è stato leggermente inferiore, ossia di circa \$0,5 miliardi.

Lo scorso anno anche il Giappone si è avvicinato al pareggio della bilancia di parte corrente, avendo ridotto il disavanzo da \$4,7 a 0,7 miliardi. Un aspetto particolare è che ciò sia avvenuto nonostante l'ulteriore deterioramento delle ragioni di scambio; nel 1975 i prezzi all'importazione sono aumentati dell'8,5% mentre quelli all'esportazione non hanno praticamente manifestato alcuna variazione. Diversamente da tutti gli altri paesi industriali eccetto l'Italia, il Giappone ha ottenuto l'anno scorso un leggero aumento in volume delle esportazioni, pari al 2,5%. I prezzi fortemente competitivi hanno permesso un incremento nelle vendite di manufatti. Nel primo semestre, allorché la domanda negli altri paesi industriali era debole, le esportazioni verso l'OPEC si sono sviluppate rapidamente, mentre nella seconda parte dell'anno vi è stato un analogo andamento nelle vendite ai paesi industriali, in particolare verso gli Stati Uniti. In aggiunta a ciò nel 1975 il volume delle importazioni è diminuito del 12,5% rispetto all'anno precedente. Nel primo trimestre del 1976, mentre le esportazioni aumentavano ancora rapidamente, la bilancia di parte corrente, depurata della stagionalità, passava ad un'eccedenza di \$1,2 miliardi, contro un passivo di \$0,7 miliardi nel trimestre precedente.

Analogamente a quanto avvenuto negli Stati Uniti e in Francia, nel 1975 i movimenti di capitale hanno presentato un saldo pressoché uguale al 1974, ma una differente struttura. I deflussi netti a lungo termine sono bruscamente caduti, da \$3,9 a 0,3 miliardi. I differenziali dei saggi d'interesse hanno determinato acquisti di titoli giapponesi da parte di non residenti per \$1,5 miliardi, nonché l'emissione all'estero di obbligazioni giapponesi per \$1,2 miliardi. Al tempo stesso sono stati concessi meno crediti commerciali e si è contratto l'investimento diretto all'estero. Pure in netto contrasto con l'andamento degli ultimi anni vi è stato un deflusso di \$1,2

miliardi di capitali a breve identificati nel settore non bancario. Per il terzo anno consecutivo la bilancia globale ha presentato un disavanzo, tuttavia l'importo di esso, pari a \$2,6 miliardi, risulta più che dimezzato rispetto a quello del 1974.

La riduzione del disavanzo di parte corrente del *Regno Unito*, passato da \$8,5 a 3,9 miliardi, è interamente attribuibile alla bilancia commerciale il cui saldo negativo è in effetti diminuito di \$5,1 miliardi. Di tale ammontare i due terzi possono essere ascritti alle ragioni di scambio ed il resto a variazioni quantitative. In termini di volume le importazioni hanno avuto un calo del 7%, che ha interessato sia le materie prime (esclusi i prodotti alimentari) sia i manufatti. La riduzione delle vendite all'estero si è limitata al 4% circa ed ha rispecchiato non solo la tendenza delle esportazioni britanniche a mantenere i livelli durante le recessioni negli scambi, ma anche la capacità di acquisto dei mercati dell'OPEC e, in ogni caso nella prima parte dell'anno, la concorrenzialità nei prezzi precedentemente acquisita. Nelle partite invisibili l'avanzo si è leggermente contratto da \$3,8 a 3,3 miliardi; l'aumento dei redditi da investimenti diretti e delle entrate per servizi del settore privato è stato più che controbilanciato dal maggiore onere derivante dal servizio del debito con l'estero del settore pubblico.

Per quanto concerne i movimenti di capitale, gli afflussi netti sono diminuiti quasi quanto il disavanzo corrente. L'indebitamento all'estero degli enti pubblici (escluso il governo il cui ricorso al prestito estero è considerato come posta di finanziamento) è sceso da \$3 a 0,9 miliardi. Il saldo degli investimenti diretti privati e di portafoglio è passato da un afflusso di \$2,5 miliardi ad un deflusso di \$1,1 miliardi. D'altra parte, la posta residuale ha presentato introiti netti non identificati per \$2,2 miliardi, rispetto ai \$0,8 miliardi del 1974.

Nel primo trimestre del 1976 si è ulteriormente ridotto a \$0,9 miliardi il saldo negativo dell'interscambio, portando quasi in pareggio la bilancia delle partite correnti. Le esportazioni sono aumentate in volume del 10% rispetto al minimo del terzo trimestre, mentre le importazioni sono calate del 3% nello stesso periodo.

La *Svizzera* ha fatto registrare un'eccedenza senza precedenti di \$3 miliardi nelle partite correnti. Con un miglioramento di \$2,2 miliardi è stato eliminato il tradizionale disavanzo commerciale, e si è ottenuta addirittura una leggera eccedenza. La recessione interna dello scorso anno, la più forte fra i paesi industriali, ha determinato una caduta del 17% nel volume delle importazioni. Le esportazioni sono diminuite in misura notevolmente inferiore (8%), e le vendite di beni strumentali hanno mostrato una buona tenuta. Rispecchiando soprattutto l'ulteriore apprezzamento del franco, le ragioni di scambio sono migliorate di un buon 6,5% rafforzando il movimento in termini di volume. A ciò si aggiunga che l'eccedenza delle partite invisibili è aumentata sostanzialmente, portandosi a \$2,9 miliardi. Gli elevati redditi netti da investimento sommati ad una diminuzione delle rimesse all'estero dei lavoratori stranieri hanno più che compensato una leggera flessione nelle entrate nette del turismo.

Di fronte ad un'eccedenza corrente di tali dimensioni e alla necessità di contrastare le continue pressioni al rialzo sul franco, sono state adottate politiche per scoraggiare l'importazione di capitali, e incoraggiarne per contro l'esportazione. E' stato ridotto il livello dei saggi d'interesse, è stato sospeso il razionamento delle emissioni estere sul mercato finanziario interno e facilitato il credito all'esportazione. In termini lordi, le emissioni estere di obbligazioni a lungo termine in franchi svizzeri

sono ammontate a \$0,9 miliardi, un livello cioè triplicato rispetto all'anno precedente. Inoltre, le emissioni estere di titoli a medio termine in franchi svizzeri sono balzate da \$0,9 a 2,8 miliardi. Nonostante i migliori sforzi delle autorità, gli afflussi di capitale hanno superato i deflussi di \$2,2 miliardi portando l'eccedenza globale della bilancia dei pagamenti a \$5,2 miliardi.

L'eccedenza di parte corrente della *Germania* è scesa da \$9,7 a 3,8 miliardi. Come in quasi tutti i paesi industriali, vi è stata nel 1975 una flessione delle esportazioni in termini di volume, che in questo caso ha però raggiunto il 10,5% ossia il livello più alto fra i paesi considerati. Le vendite di materie prime e di semilavorati, quali i prodotti della siderurgia e della chimica di base sono calate del 20%, mentre quelle di beni strumentali hanno tenuto abbastanza bene. Tuttavia, a differenza degli altri paesi industriali, la caduta delle esportazioni si è accompagnata ad un aumento del 3% nel volume delle importazioni. Questo si è concentrato nella seconda metà dell'anno, in relazione alla ripresa economica interna e, senza dubbio, ha anche rispecchiato l'accresciuta capacità concorrenziale dei prodotti importati. In tale contesto, le importazioni dall'Italia e dal Regno Unito sono aumentate rispettivamente del 15 e dell'11% in rapporto all'anno precedente. Il declino quantitativo delle esportazioni è avvenuto interamente nella prima metà dell'anno, allorché ha raggiunto il 10%; nel secondo semestre le esportazioni hanno avuto un incremento del 2%, a cui hanno contribuito sia i beni di consumo sia quelli di investimento. Fra il primo ed il secondo semestre l'avanzo commerciale è diminuito da \$9,4 a 7,7 miliardi; tuttavia, dai dati doganali risulta un leggero miglioramento nel primo trimestre del 1976. Abbastanza modesto rispetto agli sviluppi della bilancia commerciale è stato l'aumento di \$1,1 miliardi nel disavanzo delle partite invisibili, ammontato nel 1975 a \$13,3 miliardi.

L'esportazione netta di capitali a lungo termine, pari a \$6,8 miliardi, ha di gran lunga superato l'eccedenza di parte corrente. Gran parte del deflusso è avvenuto tramite il sistema bancario ed è stato in larga misura connesso alle esportazioni. Inoltre, per la terza volta soltanto in dieci anni, gli investimenti diretti hanno fatto segnare un deflusso netto di \$0,7 miliardi. Questo ridotto interesse degli investitori esteri per la Repubblica federale è stato un riflesso non solo della recessione, ma anche dei più elevati costi relativi di produzione, risultanti dall'apprezzamento del marco tedesco. In contrasto con i deflussi a lungo termine, passati in larga misura per il settore finanziario, le società non finanziarie sono state forti importatrici nette di capitali a breve, per \$2,6 miliardi. A questa cifra si contrappone il deflusso di \$3,6 miliardi del 1974 in ragione di una notevole concessione di credito commerciale. Nei primi nove mesi del 1975 le imprese hanno tratto profitto dalle più agevoli condizioni del credito all'estero; ma, avendo i saggi d'interesse tedeschi preso a scendere, tale tendenza ha iniziato ad invertirsi nel quarto trimestre. Nel complesso dell'anno l'eccedenza globale della bilancia dei pagamenti è stata di soli \$0,2 miliardi.

In *Canada* e in *Svezia*, dove la recessione è stata relativamente mite, nel 1975 le bilance di parte corrente hanno fatto registrare un peggioramento: il disavanzo del Canada è salito da \$1,7 a 5 miliardi e quello della Svezia da \$0,9 a 1,5 miliardi. In entrambi i paesi la flessione del volume delle esportazioni è stata superiore a quella delle importazioni e il disavanzo delle partite invisibili è aumentato in modo deciso. Gli afflussi netti di capitale in Canada, nonostante le nuove emissioni nette di obbligazioni private e pubbliche sui mercati esteri per una cifra senza precedenti di \$4,2 mi-

liardi, sono saliti solo di \$1 miliardo rispetto al 1974, così che il saldo globale della bilancia dei pagamenti ha presentato un disavanzo di \$1,5 miliardi. Gli afflussi netti in Svezia di \$2,5 miliardi hanno determinato un'eccedenza globale di \$1 miliardo.

Sia nell'*Unione Belgio-Lussemburgo* sia nei *Paesi Bassi* l'eccedenza di parte corrente ha fatto segnare variazioni relativamente modeste rispetto al 1974. Nell'UEBL essa si è leggermente dilatata, passando da poco meno a poco più di \$1 miliardo, mentre nei Paesi Bassi la diminuzione nei redditi derivanti da investimenti all'estero nel settore petrolifero ha causato una contrazione del saldo attivo da \$2 a 1,5 miliardi. Una variazione positiva di \$0,7 miliardi nei movimenti di capitale ha determinato per l'UEBL un'eccedenza globale di \$1,5 miliardi. I deflussi netti di capitale dai Paesi Bassi (\$1,2 miliardi) hanno presentato una leggera variazione rispetto all'anno precedente così che il saldo globale positivo è sceso a \$0,3 miliardi.

### **Contropartite finanziarie delle eccedenze e dei disavanzi.**

*Paesi industriali.* Da quanto detto precedentemente in questo capitolo, è chiaro che mentre il saldo complessivo delle bilance dei pagamenti dei paesi industriali ha proceduto verso l'equilibrio nel 1975, il quadro è meno omogeneo ove si considerino le posizioni dei singoli paesi. In effetti, in numerosi importanti paesi industriali i movimenti monetari con l'estero sono stati notevolmente più ampi rispetto al 1974. Ciò vale per la posizione attiva sull'estero dell'*Unione Belgio-Lussemburgo*, Francia, Svezia e Svizzera ed anche per quella passiva del Canada. Per di più, i disavanzi dei movimenti monetari dell'Italia, Giappone e Regno Unito, per quanto minori del 1974, sono stati ancora consistenti, nel caso dell'Italia e della Gran Bretagna, a causa dell'assenza del forte indebitamento all'estero delle aziende del settore pubblico che era stata una caratteristica saliente del 1974. Va aggiunto che nella gran parte dei paesi industriali nel 1975 il totale dei movimenti monetari non ha corrisposto a quello della bilancia dei pagamenti globale, a causa di aggiustamenti di cambio e discrepanze statistiche. Queste rettifiche e i saldi globali corrispondenti alle variazioni nelle posizioni monetarie sull'estero sono riportati nella quarta e quinta colonna della tabella a pagina 66.

Più recentemente, nel primo trimestre del 1976, le perturbazioni sui mercati dei cambi hanno prodotto forti mutamenti nelle posizioni monetarie verso l'estero di numerosi paesi europei.

Fra i singoli paesi industriali, la *Francia* ha presentato nel 1975 il più elevato avanzo globale (\$5,5 miliardi). Questo, tuttavia, non è interamente rispecchiato nella posizione monetaria sull'estero calcolata in dollari, dato che i movimenti dei tassi di cambio durante l'anno hanno prodotto una minore valutazione per \$0,4 miliardi nelle attività monetarie ufficiali e nella posizione netta a breve sull'estero delle banche. Quindi, tenendo conto di queste rettifiche, l'avanzo monetario globale risulta di \$5,1 miliardi, con un aumento delle attività ufficiali nette di \$3,9 miliardi e una riduzione di \$1,2 miliardi delle passività nette a breve delle banche, come indicato nella tabella che segue.

L'aumento nelle attività monetarie ufficiali nette, costituito quasi esclusivamente da riserve in valuta, è continuato per tutto l'anno. Gli interventi ufficiali sul mercato hanno raggiunto la maggiore intensità nel secondo trimestre, subito prima

del rientro del franco nel "serpente", quando le riserve valutarie sono aumentate di \$1,1 miliardi e anche nell'ultimo trimestre, allorché il franco è ritornato ad essere forte. L'aumento di \$1,8 miliardi avutosi in quel trimestre comprendeva tuttavia anche la contropartita di un deposito in valuta di \$0,4 miliardi effettuato in ottobre dall'Iran. Nel settore bancario, la riduzione nelle passività nette verso l'estero dei primi tre trimestri è stata superiore a quella dell'intero anno. Ciò in parte perché la forza del franco francese ha indotto i residenti a rimborsare alle banche crediti in valuta a breve assunti nel 1974 e a ridurre i loro acquisti netti a termine in valuta presso le banche. Nell'ultimo trimestre, tuttavia, le passività nette sull'estero delle banche sono di nuovo salite, con un aumento anche dei saldi in franchi di non residenti.

La crisi valutaria del primo trimestre del 1976 ha prodotto un peggioramento di \$3 miliardi nella posizione monetaria ufficiale netta, avvenuto per oltre la metà in marzo. Una buona parte di questo deterioramento ha avuto come contropartita un deflusso di fondi attraverso le banche. Le riserve in valuta si sono ridotte di \$1,6 miliardi nel corso del trimestre e per di più vi è stato un forte indebitamento per interventi ufficiali in valuta di paesi *partners* a sostegno del franco, prima della sua uscita dal "serpente", a metà marzo. In aprile, quando questo indebitamento è stato liquidato, le riserve valutarie si sono ridotte di \$1,3 miliardi.

In Svizzera durante il 1975 le autorità monetarie hanno dovuto fronteggiare forti pressioni al rialzo sul franco. Di conseguenza la Banca Nazionale ha iniziato, per la prima volta dall'inizio della fluttuazione, ad acquistare dollari sul mercato. Per l'intero anno l'intervento è stato pari a poco più di \$4 miliardi, di cui gran parte è stata però compensata da vendite di dollari per esportazioni di capitali per \$3,5 miliardi complessivamente. Nel corso dell'anno le riserve sono aumentate di \$1,5 miliardi. Gran parte dell'avanzo globale della bilancia dei pagamenti — di \$5,2 miliardi — ha quindi avuto una contropartita nella posizione attiva netta sull'estero delle banche che, escludendo le operazioni di *window dressing* di fine anno, è aumentata di \$3,9 miliardi, passando a un totale di \$11,2 miliardi.

Durante i primi quattro mesi del 1976, le autorità hanno effettuato acquisti per altri \$3 miliardi sul mercato dei cambi, largamente compensati da vendite ufficiali di dollari per esportazioni di capitali per \$2 miliardi e dalla restituzione alle banche di \$1,8 miliardi già acquisiti dalla Banca Nazionale in base ad accordi *swaps* a breve. Quindi alla fine dell'aprile 1976 le riserve svizzere erano inferiori di poco meno di \$1 miliardo al livello di quattro mesi prima.

Nel 1975 la posizione monetaria netta sull'estero degli Stati Uniti ha registrato un avanzo di \$4,6 miliardi. La posizione netta a breve delle banche nei confronti dei non residenti ha registrato un miglioramento di \$7,6 miliardi, in parte compensato da un aumento di \$3 miliardi nelle passività ufficiali nette. Nel settore bancario, dove al cospicuo aumento di \$18,3 miliardi nei crediti a breve delle banche verso l'estero nel 1974 è seguito un ulteriore incremento di \$10,8 miliardi nel 1975, i flussi bancari netti si sono dimostrati molto sensibili ai movimenti dei saggi di interesse. Nella prima metà dell'anno i più bassi saggi negli Stati Uniti hanno dato luogo a un deflusso di \$7,7 miliardi, compreso un aumento di \$6,6 miliardi nei crediti a breve termine. Nel terzo trimestre, quando i saggi di interesse USA sono aumentati in confronto a quelli di altri paesi, si sono avuti afflussi bancari netti per \$3,9 miliardi, ma il movimento si è invertito nel quarto trimestre dell'anno, quando i saggi USA sono di nuovo diminuiti.

**Paesi industriali: Posizioni monetarie verso l'estero.<sup>1</sup>**

Paesi	Fine anno	Oro <sup>2</sup>	Riserve nette in valuta estera	Posizioni creditorie e debitorie verso il FMI	Totale attività ufficiali (al netto)	Banche commerciali (al netto)	Totale attività sull'estero (al netto)	Variazioni	
								Attività ufficiali (al netto)	Banche commerciali (al netto)
milioni di dollari USA									
Austria . . . . .	1974	895	2.260	265	3.420	-1.145	2.275	+ 540	- 405
	1975	855	3.245	310	4.410	-1.200	3.210	+ 990	- 55
Belgio-Lussemburgo . . . . .	1974	1.780	2.275	1.340	5.395	-1.885	3.510	+ 405	+ 50
	1975	1.780	2.725	1.415	5.920	- 850	5.070	+ 525	+ 1.035
Canada . . . . .	1974	940	3.620	1.105	5.665	495	6.160	- 15	+ 885
	1975	900	3.055	1.200	5.155	- 355	4.800	- 510	- 850
Danimarca . . . . .	1974	80	615	200	895	415	1.310	- 385	+ 385
	1975	75	605	165	845	80	925	- 50	- 335
Finlandia . . . . .	1974	35	185	160	380	- 190	190	- 175	- 205
	1975	35	350	5	380	- 630	- 250	-	- 440
Francia . . . . .	1974	4.260	2.700	770	7.730	.	.	- 455	- 25
	1975	4.260	6.330	1.015	11.605	.	.	+ 3.675	+ 1.220
Germania . . . . .	1974	4.965	24.615	3.345	32.925	835	33.760	- 445	+ 3.700
	1975	4.965	23.385	3.550	31.900	1.320	33.220	- 1.025	+ 485
Giappone . . . . .	1974	905	11.185	1.270	13.360	-11.595	1.765	+ 1.380	- 8.110
	1975	865	10.355	1.325	12.545	-13.530	- 985	- 815	- 1.935
Grecia . . . . .	1974	155	750	15	890	30	920	- 155	+ 15
	1975	150	760	200	710	25	735	- 180	- 5
Irlanda . . . . .	1974	20	1.150	100	1.270	- 410	860	+ 240	- 70
	1975	20	1.420	95	1.535	- 440	1.095	+ 265	- 30
Italia . . . . .	1974	3.480	- 460	-1.460	1.560	-1.300	260	- 4.820	- 345
	1975	3.480	-1.645	-2.780	945	- 725	-1.670	- 2.505	+ 575
Jugoslavia . . . . .	1974	60	920	120	860	.	.	- 450	.
	1975	60	775	145	690	.	.	- 170	.
Norvegia . . . . .	1974	40	1.760	190	1.990	- 100	1.890	+ 445	- 75
	1975	40	1.820	235	2.095	- 130	1.965	+ 105	- 30
Paesi Bassi . . . . .	1974	2.295	3.430	1.135	6.860	- 145	6.715	+ 1.015	- 20
	1975	2.295	3.335	1.480	7.110	460	7.570	+ 250	+ 605
Portogallo . . . . .	1974	1.190	1.005	35	2.230	265	2.495	- 595	- 55
	1975	1.135	15	10	1.160	230	1.390	- 1.070	- 35
Regno Unito . . . . .	1974	890	3.325 <sup>3</sup>	1.075	5.290	.	.	- 1.185	- 2.110 <sup>4</sup>
	1975	890	835 <sup>3</sup>	1.205	2.930	.	.	- 2.360	- 330 <sup>4</sup>
Spagna . . . . .	1974	600	5.115	310	6.025	-1.985	4.040	- 775	- 1.080
	1975	600	5.160	440	5.320	-2.820	2.500	- 705	- 835
Stati Uniti . . . . .	1974	11.650	-76.800 <sup>5</sup>	4.225	-60.925	-2.665 <sup>6</sup>	-63.590	- 8.335	+ 1.760
	1975	11.600	-80.060 <sup>5</sup>	4.545	-63.915	4.970 <sup>6</sup>	-58.945	- 2.990	+ 7.635
Svezia . . . . .	1974	245	1.210	240	1.695	1.095	2.790	- 775	+ 355
	1975	235	2.560	235	3.030	735	3.765	+ 1.335	- 360
Svizzera . . . . .	1974	3.515	5.410	-	8.925	5.800	14.725	+ 445	+ 2.160
	1975	3.515	6.850	95	10.460	9.450	19.910	+ 1.535	+ 3.650
Turchia . . . . .	1974	150	110	90	350	.	.	- 655	.
	1975	150	-1.230	210	-1.290	.	.	- 1.640	.

<sup>1</sup> Nella maggior parte dei paesi i dati qui riportati non corrispondono esattamente a quelli pubblicati. <sup>2</sup> Per la metà dei paesi l'oro è valutato al vecchio prezzo ufficiale di \$42,22 l'oncia; per i restanti, a DSP 42,22, convertiti in dollari ai tassi correnti dollaro/DSP. <sup>3</sup> Comprende, come passività, il prestito in eurovalute del maggio 1974, di cui \$1,5 miliardi sono stati versati nel 1974 e \$1 miliardo nel 1975. <sup>4</sup> Include le variazioni nelle posizioni in valuta delle banche verso non residenti, nei loro crediti in sterline verso non residenti e in tutte le passività in sterline verso non residenti, ufficiali e privati. <sup>5</sup> Uguali alle attività in valute convertibili meno le passività verso istituzioni ufficiali straniere dichiarate dalle banche. <sup>6</sup> Crediti a breve delle banche verso stranieri meno le passività a breve verso istituzioni non ufficiali estere.

Quanto al settore ufficiale, la posizione di riserva degli Stati Uniti presso li FMI è aumentata di \$0,4 miliardi, ma le principali variazioni hanno riguardato le passività, che hanno registrato un aumento di \$3,5 miliardi nelle disponibilità ufficiali in dollari dell'estero; ciò ha rappresentato appena un terzo della cifra per il 1974, dato che gli incrementi delle riserve in dollari detenute dai paesi OPEC negli Stati Uniti sono passati da \$10,5 a 4,2 miliardi. Le altre disponibilità ufficiali in dollari sono diminuite, come saldo, di \$0,7 miliardi. Mentre i saldi ufficiali dei paesi OPEC sono aumentati con un ritmo abbastanza costante nel corso dell'anno, più volatile è stato il movimento delle altre disponibilità ufficiali, rispecchiando le politiche di intervento delle autorità monetarie estere: così, la debolezza del dollaro nel primo trimestre si è accompagnata ad un aumento di \$2,3 miliardi in questo genere di passività, mentre nel terzo trimestre, con il rafforzarsi del dollaro, esse sono calate di \$4,5 miliardi. Nel primo trimestre del 1976 le passività monetarie ufficiali nette degli Stati Uniti si sono ridotte di \$0,8 miliardi. Le riserve sono aumentate di \$0,7 miliardi, compresa la contropartita in lire di \$0,5 miliardi prelevati dall'Italia sulla linea di credito *swap* con la Riserva Federale. Le passività ufficiali hanno mostrato una piccola flessione netta per l'intero trimestre, dato che ad un aumento di \$1,2 miliardi nei mesi di gennaio e febbraio è seguita una flessione di \$1,3 miliardi in marzo.

La posizione netta verso l'estero dell'*Unione Belgio-Lussemburgo* è migliorata nel 1975 di \$1,6 miliardi, con un aumento triplo rispetto a quello dell'anno precedente. Riflettendo lo stato di liquidità dell'economia, vi è stato un deflusso di fondi a breve attraverso le banche il cui indebitamento netto verso l'estero è diminuito di \$1 miliardo. Le attività ufficiali nette sono aumentate di \$0,5 miliardi. Nel primo trimestre del 1976, allorché il franco belga è stato sottoposto a pressioni, le attività nette ufficiali si sono ridotte di \$1,3 miliardi. Le passività originate dall'azione di sostegno da parte dei *partners* del Belgio nella fluttuazione congiunta e soprattutto dei Paesi Bassi, sono aumentate di \$0,8 miliardi, mentre le riserve in dollari si sono ridotte di \$0,5 miliardi. Ciò è stato per buona parte la contropartita di un deflusso attraverso le banche di \$0,6 miliardi, connesso ad un aumento degli acquisti a termine di valuta da parte dei residenti e ad una riduzione dei saldi in franchi dei non residenti. Dalla fine di marzo in poi la situazione ha cominciato a migliorare e in aprile le attività monetarie ufficiali nette sono aumentate di \$0,3 miliardi.

Gli altri paesi industriali con forti avanzi sono stati la *Svezia* e l'*Austria*. In entrambi i paesi le eccedenze sono andate ad aumentare le riserve ed in Svezia vi è stato, inoltre, un afflusso netto di capitali a breve attraverso le banche, ammontante a \$0,4 miliardi.

Sebbene la bilancia dei pagamenti della *Germania* abbia mostrato un'eccedenza globale di \$0,2 miliardi, considerando gli aggiustamenti di cambio per un totale di 0,8 miliardi nelle riserve ufficiali e nelle posizioni a breve verso l'estero delle banche, la posizione monetaria globale verso l'estero, espressa in dollari, si è deteriorata nel corso dell'anno di circa \$0,6 miliardi. Le attività monetarie ufficiali nette hanno avuto una diminuzione di \$1 miliardo, in parte bilanciata da un incremento di \$0,5 miliardi nelle attività nette a breve sull'estero delle banche.

Nel corso dell'anno si sono avute notevoli fluttuazioni nelle riserve, connesse alle alterne sorti del marco tedesco sul mercato dei cambi. Nel primo trimestre le attività ufficiali nette sono aumentate di \$2,2 miliardi, soprattutto per forti acqui-



sti di dollari da parte della Bundesbank, nonché per i prelievi di marchi tedeschi su base *swap* da parte del Sistema della riserva federale. Durante la successiva fase di indebolimento del marco si è avuto un sostegno ufficiale alquanto pesante e le attività nette ufficiali hanno subito una riduzione di \$ 3 miliardi nel corso del secondo e terzo trimestre.

I flussi bancari a breve hanno in genere reagito alle condizioni del mercato monetario e creditizio interno. Nei primi nove mesi dell'anno le banche commerciali hanno aumentato le proprie attività nette verso l'estero di \$ 1,7 miliardi, di cui la maggior parte (\$ 1,4 miliardi) nel secondo trimestre. Nel quarto trimestre vi è stato un forte afflusso di fondi a breve al settore bancario, per \$ 1,2 miliardi. Vi hanno contribuito numerosi fattori, fra cui operazioni stagionali di *window dressing*, ma le cause principali sono state la riduzione, dall'inizio di agosto, dei coefficienti di riserva obbligatoria sulle passività verso l'estero e la rimozione, all'inizio di settembre, del divieto di corrispondere interessi sui depositi di non residenti.

Nel primo trimestre del 1976 le attività ufficiali nette sono aumentate di \$ 3,7 miliardi, di cui \$ 2,8 miliardi hanno rappresentato crediti derivanti da operazioni di sostegno di altre valute del "serpente". Oltre la metà dell'aumento delle riserve ufficiali è stata la contropartita di un afflusso di fondi attraverso le banche, per \$ 2,3 miliardi, di cui \$ 1 miliardo derivante dall'aumento dei saldi in marchi di non residenti e \$ 0,9 da una riduzione dell'indebitamento a breve in marchi presso le banche dei non residenti, entrambi senza dubbio di natura in parte speculativa. In aprile, le attività ufficiali derivanti da precedenti operazioni di sostegno entro il "serpente" sono state ridotte di \$ 1,9 miliardi, ma le attività ufficiali nette si sono ridotte di appena \$ 0,5 miliardi.

Nei Paesi Bassi l'avanzo globale sull'estero per il 1975, misurato dal saldo dei movimenti monetari con l'estero, è stato di \$ 0,9 miliardi, cioè il triplo del dato di bilancia dei pagamenti. Non è stato possibile conciliare queste due cifre. Le attività monetarie ufficiali nette sono aumentate di \$ 0,3 miliardi durante l'anno ed inoltre la posizione netta a breve delle banche è migliorata di \$ 0,6 miliardi. Nel primo semestre dell'anno il deflusso netto di fondi attraverso le banche ha raggiunto \$ 1,5 miliardi, di cui solo una piccola parte (\$ 0,2 miliardi) si è tradotta in una riduzione nelle attività ufficiali nette; nel secondo semestre la situazione si è capovolta e ad un afflusso netto di \$ 0,9 miliardi attraverso le banche si è accompagnato un aumento sensibilmente minore di \$ 0,4 miliardi nelle attività ufficiali nette. Nel primo trimestre del 1976 la posizione monetaria ufficiale verso l'estero è migliorata di altri \$ 0,2 miliardi ed altrettanto è avvenuto per quella del settore bancario.

La posizione monetaria netta verso l'estero del Regno Unito nel 1975 è peggiorata di altri \$ 2,7 miliardi, ossia leggermente meno che nel 1974. Le attività ufficiali nette si sono contratte di \$ 2,4 miliardi e vi è stato un modesto afflusso netto di fondi attraverso le banche. Nel settore ufficiale le riserve in valuta sono diminuite durante l'anno di \$ 1,5 miliardi. Il totale degli interventi delle autorità a sostegno della sterlina è stato tuttavia molto maggiore. Nel primo trimestre il governo ha prelevato il restante \$ 1 miliardo sulla linea di credito in eurovaluta per \$ 2,5 miliardi del 1974, mentre le riserve hanno potuto anche beneficiare, nella misura di \$ 0,9 miliardi, di altre forme di indebitamento in valuta estera del settore pubblico.

Nel settore bancario, l'anno scorso, gli afflussi netti sono scesi a \$ 0,3 miliardi, rispetto ai \$ 2,1 miliardi del 1974. In particolare, hanno mostrato una piccola flessione

le disponibilità in sterline dei paesi esportatori di petrolio, che erano cresciute di \$5,3 miliardi nel 1974. Tale andamento si era protratto fino al primo trimestre del 1975, nel quale l'aumento era stato di \$0,8 miliardi; durante il resto dell'anno i saldi in sterline dei paesi OPEC sono stati tuttavia ridotti per l'equivalente di \$1,1 miliardi. Sebbene nel 1975 anche altri detentori ufficiali abbiano ridotto i loro saldi (per \$1 miliardo), ciò è stato più che compensato dall'aumento delle disponibilità private, cosicché nell'arco dell'anno il totale dei saldi in sterline di non residenti è rimasto pressoché invariato.

Nel gennaio e febbraio del 1976 la sterlina non ha risentito gran che delle perturbazioni valutarie e le riserve sono aumentate di \$1,6 miliardi, di cui tre quarti provenienti da un prelievo sulla *oil facility* del FMI e il resto da ulteriore indebitamento del settore pubblico. In marzo e in aprile, la forte pressione sulla sterlina ha causato una perdita di \$2,2 miliardi nelle riserve, pur con un ulteriore indebitamento all'estero del settore pubblico di \$0,6 miliardi. In maggio sono stati prelevati altri \$0,8 miliardi dal FMI.

Il disavanzo di \$2,8 miliardi nella bilancia dei pagamenti del *Giappone* per il 1975 è stato in larga parte finanziato attraverso il sistema bancario, le cui passività nette sono aumentate di altri \$1,9 miliardi. A differenza del 1974, vi è stata tuttavia anche una flessione di \$0,8 miliardi nelle attività ufficiali nette. Nell'anno si possono individuare due fasi distinte: nell'arco dei primi sei mesi vi è stato un forte afflusso di fondi, con un aumento delle riserve di circa \$1 miliardo; metà di questa cifra tuttavia ha avuto come contropartita un aumento delle passività ufficiali in seguito alla vendita di buoni del Tesoro a non residenti. Queste transazioni sono state liquidate nel terzo trimestre quando, con la caduta dei saggi d'interesse interni, gli investimenti in titoli dall'estero sono praticamente cessati. In agosto si è reso necessario sostenere lo yen con forti interventi ufficiali e nel terzo trimestre le riserve in valuta sono nel complesso diminuite di \$1,2 miliardi. Nel quarto trimestre vi sono stati interventi di portata assai più modesta e le riserve valutarie ufficiali si sono ulteriormente contratte di \$0,2 miliardi. Nel primo trimestre del 1976, con una bilancia dei pagamenti praticamente in pareggio, gli afflussi bancari netti per \$0,9 miliardi si sono largamente tradotti in un'espansione delle attività monetarie ufficiali nette.

Nel 1975 la posizione monetaria netta sull'estero dell'*Italia* ha continuato a peggiorare, sebbene il disavanzo globale di \$1,9 miliardi sia risultato ben più che dimezzato rispetto al 1974. Essendovi stato un deflusso netto di fondi a breve di \$0,6 miliardi attraverso il sistema bancario, le attività ufficiali nette sono diminuite di \$2,5 miliardi.

I primi sei mesi hanno fatto registrare un disavanzo complessivo inferiore a \$0,5 miliardi, finanziato soprattutto attraverso le banche. Sebbene le attività ufficiali nette siano rimaste pressoché invariate, vi sono stati mutamenti nella loro composizione. In marzo sono stati rimborsati \$0,5 dei \$2 miliardi concessi in prestito nel 1974 dalla Bundesbank, mentre sono stati prelevati \$0,4 miliardi dal FMI. Nel terzo trimestre, quando il disavanzo globale era ancora molto contenuto, un deflusso bancario di fondi a breve per \$1,2 miliardi ha condotto ad una riduzione di \$1,4 miliardi delle riserve ufficiali nette. Nello stesso trimestre l'Italia ha prelevato \$0,9 miliardi dalla *oil facility* del Fondo. Nel quarto trimestre lo spettacolare peggioramento del saldo globale è stato in gran parte la causa dell'ulteriore deterioramento

di \$1,1 miliardi nella posizione ufficiale netta, avvenuto interamente nelle disponibilità in valuta, che alla fine dell'anno risultavano ridotte a \$1,2 miliardi.

La crisi valutaria del 1976 ha causato una flessione di \$1,7 miliardi nelle attività ufficiali nette durante i primi quattro mesi dell'anno. Le riserve in valuta sono di fatto aumentate di \$0,2 miliardi, ma \$1 miliardo è stato preso a prestito sull'euromercato tramite la CEE, \$0,5 miliardi sono stati prelevati sulla linea di credito *swap* della Riserva federale e altri \$0,5 sono stati ottenuti riprelevando quella parte del prestito concesso dalla Bundesbank nel 1974 che era stata rimborsata l'anno scorso. In maggio le banche centrali della CEE hanno raggiunto un accordo per concedere all'Italia un credito di \$0,5 miliardi e la BRI ha deciso di aprire una linea di credito per \$0,6 miliardi.

Il disavanzo globale di \$1,4 miliardi del *Canada* nel 1975 ha avuto come contropartita un deterioramento - di \$0,5 e 0,9 miliardi rispettivamente - nelle posizioni nette sia ufficiale sia delle banche. Gli afflussi al settore bancario si sono concentrati nel primo e terzo trimestre dell'anno, mentre la flessione delle riserve nel secondo trimestre. Prima della fine dell'anno l'afflusso di capitali aveva già spostato la bilancia globale dei pagamenti in posizione di moderato avanzo. Nel gennaio e febbraio 1976, l'afflusso è divenuto così consistente da rendere necessario un cospicuo intervento ufficiale e le attività nette ufficiali sono aumentate di \$0,5 miliardi. Nei successivi due mesi le pressioni sul dollaro canadese si sono leggermente attenuate e vi è stato, pertanto, un leggero peggioramento nella posizione ufficiale netta.

*Paesi esportatori di petrolio.* Nel 1975 i fondi disponibili per investimenti dei paesi esportatori di petrolio presi globalmente sono passati da \$56,9 a \$32,1 miliardi. Il collocamento di tali fondi è inoltre mutato sotto diversi aspetti relativamente al 1974. Anzitutto, la quota sul totale delle eccedenze investita in forme relativamente liquide, comprendenti depositi bancari e titoli di Stato, è passata dal 70 al 40%. Al tempo stesso gli investimenti di ogni tipo negli Stati Uniti e nel Regno Unito si sono ridotti dal 57 al 34% del totale. Una considerevole parte dei fondi investiti a lungo

Paesi esportatori di petrolio: impieghi delle eccedenze (stime).

	1974	1975
	miliardi di dollari USA	
<b>Depositi bancari e impieghi sul mercato monetario:</b>		
Depositi in dollari negli Stati Uniti . . . . .	4,0	—
Depositi in sterline nel Regno Unito . . . . .	1,7	0,2
Depositi e prestiti sui mercati valutari . . . . .	24,0	9,3
Altri <sup>1</sup> . . . . .	10,1	3,7
<b>Totale . . . . .</b>	<b>39,8</b>	<b>13,2</b>
<b>Investimenti a lungo termine:</b>		
Accordi bilaterali speciali . . . . .	11,9	12,1
Prestiti ad istituzioni internazionali . . . . .	3,5	4,0
Altri <sup>2</sup> . . . . .	1,7	2,8
<b>Totale . . . . .</b>	<b>17,1</b>	<b>18,9</b>
<b>Totale nuovi investimenti . . . . .</b>	<b>56,9</b>	<b>32,1</b>

<sup>1</sup> Comprende titoli governativi negoziabili. <sup>2</sup> Comprende investimenti azionari e immobiliari negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

termine è andata ai paesi in via di sviluppo in forma di prestiti, sia mediante accordi bilaterali sia attraverso istituzioni internazionali.

*Paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio.* Nella tabella che riporta le transazioni internazionali di parte corrente risulta che il disavanzo complessivo delle partite correnti dei paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio è aumentato da \$15 a 25 miliardi fra il 1974 e il 1975. Per uniformità con gli altri dati nella tabella, queste cifre comprendono le forti entrate derivanti da trasferimenti unilaterali ufficiali. Tuttavia, nel valutare l'entità dei problemi di finanziamento esterno di questi paesi, occorre escludere dalle partite correnti questi trasferimenti che in realtà sono poste di finanziamento. In tal caso, si può stimare che il disavanzo globale di questi paesi sia passato da \$23 miliardi nel 1974 a \$36 miliardi nel 1975. Il finanziamento può dividersi in tre categorie generali: sussidi e prestiti ufficiali a lungo termine (inclusi i trasferimenti unilaterali); finanziamenti privati, soprattutto da fonti bancarie ma comprendenti anche investimenti diretti e crediti commerciali; utilizzo di riserve e indebitamento delle autorità monetarie. Molto approssimativamente, si può stimare che nel 1975 i paesi in via di sviluppo abbiano ricevuto \$14 miliardi dalla prima fonte e \$17 miliardi dalla seconda, di cui circa \$14 miliardi forniti attraverso canali bancari. Per di più detti paesi hanno effettuato prelievi netti dal Fondo monetario internazionale per \$1,8 miliardi, valendosi, per la maggior parte, della *oil facility*, mentre le loro riserve si sono contratte di quasi \$2 miliardi.

## VI. MERCATI INTERNAZIONALI DEL CREDITO E DEI CAPITALI.

Il 1975 è stato un anno di espansione, di continui cambiamenti di struttura e di consolidamento dei mercati internazionali del credito e dei capitali.

L'espansione è stata forte in tutti i mercati ed eccezionalmente vigorosa in quelli a più lungo termine. Il mercato delle eurovalute in senso stretto - definito dalle attività e passività sull'estero degli otto paesi europei dichiaranti - ha continuato a svilupparsi ad un tasso alquanto sostenuto nel corso dell'intero 1975. Dopo una crescita di "soli" \$27 miliardi nel 1974, le attività lorde sull'estero delle banche in questi paesi sono aumentate di \$43 miliardi (pari al 20%), raggiungendo l'ammontare di \$258 miliardi. L'accelerazione risulterebbe anche più accentuata qualora fossero eliminate dalla valutazione delle attività le variazioni dei tassi di cambio. Peraltro, una larga parte dell'incremento va ascritta ad una rinnovata espansione delle posizioni interbancarie. La crescita del mercato "netto", secondo la definizione tradizionalmente adottata dalla BRI, è pertanto rallentata, passando da \$45 miliardi nel 1974 a circa \$28 miliardi, con un ammontare complessivo dei crediti in essere alla fine del 1975 pari a \$205 miliardi.

Anche al di fuori dell'area europea dichiarante il credito bancario internazionale è cresciuto a un ritmo veloce. Se all'attività nell'area europea si aggiungono le operazioni bancarie in valuta nel Canada e in Giappone nonché quelle dell'area dei Caraibi e di altri centri *offshore*, si può approssimativamente stimare che il totale dei crediti in valuta (al netto delle duplicazioni contabili) è salito a \$250 miliardi nel 1975, facendo registrare un'espansione di quasi \$40 miliardi. I crediti concessi all'estero dalle banche degli Stati Uniti, che nel 1974 avevano avuto un aumento di \$19,5 miliardi, sono ulteriormente cresciuti di \$13 miliardi nel 1975 e alla fine dell'anno la posizione creditoria complessiva sull'estero ha raggiunto i \$59 miliardi. Tuttavia, una gran parte dell'incremento del credito bancario proveniente dagli Stati Uniti è stata incanalata attraverso l'area dei Caraibi e attraverso le banche dei paesi europei dichiaranti, ed è quindi già compresa nell'importo menzionato relativo all'espansione netta del credito bancario internazionale.

La crescita più rapida è avvenuta nel mercato obbligazionario. Nel 1975, il totale delle emissioni internazionali ed estere è stato di \$22 miliardi, un importo quasi doppio rispetto a quello del 1974.

I dati riguardanti l'espansione del credito bancario internazionale indicano chiaramente un graduale cambiamento nella geografia del mercato con la crescente importanza assunta dai centri extra-europei. Il rilancio dell'attività creditizia delle banche operanti negli Stati Uniti è iniziato nel 1974, dopo la revoca delle restrizioni per il riequilibrio della bilancia dei pagamenti, ed è proseguito nel 1975 sotto l'influsso del ristagno della domanda interna di crediti bancari. La comparsa sul mercato dei centri caraibici risale a qualche anno fa. Dapprima essi hanno funzionato da semplici centri di smistamento di fondi raccolti altrove. I depositi ricevuti da soggetti non bancari appaiono ora in notevole misura direttamente provenire da questi centri. Inoltre, l'espansione è proseguita in Asia, specie a Singa-

pore e Hong Kong, con un afflusso di depositi sia dall'euromercato "tradizionale" sia da altre fonti. Alle pagine 90-91 si è cercato di fornire un quadro d'insieme di queste nuove dimensioni del credito bancario internazionale, nonostante l'incompletezza dei dati statistici disponibili.

I cambiamenti non si sono limitati a spostamenti nella distribuzione geografica dell'attività bancaria internazionale. Essi si sono manifestati anche nella natura delle operazioni creditizie e, particolarmente, nella crescente partecipazione delle banche al finanziamento delle bilance dei pagamenti. Per coprire i loro disavanzi esterni le autorità nazionali avevano iniziato a fare ricorso agli eurocrediti fin dal primo sorgere dell'euromercato, ma la svolta decisiva si è avuta nel 1973-74, quando un certo numero di paesi europei ha deliberatamente fatto ricorso al mercato per finanziare i propri ampi disavanzi di parte corrente. Tale tendenza è continuata nel 1975, allorché le banche internazionali hanno assunto un ruolo importante nella copertura del fabbisogno di finanziamento dei conti con l'estero dei paesi meno sviluppati, di quelli dell'Europa orientale ed anche di taluni paesi produttori di petrolio con elevata capacità di importazione.

Il 1975 è stato altresì un anno di consolidamento. Con il procedere della "normalizzazione" dei mercati nazionali, la struttura dei saggi d'interesse secondo la scadenza ha riacquisito la sua fisionomia tradizionale, fornendo un potente stimolo all'espansione delle emissioni obbligazionarie. I margini di profitto sui crediti a medio termine con rifinanziamento automatico sono divenuti sufficientemente ampi da consentire alle banche di accumulare riserve. Un ultimo ma non meno importante fattore che ha in larga misura contribuito alla nuova espansione dell'attività interbancaria è stata l'assenza durante l'anno di grosse perdite sui cambi con vasta eco, e conseguentemente la netta riduzione rispetto al 1974 dei differenziali di saggio sui depositi fra le banche di diverse dimensioni e categorie.

### **Principali fattori in atto sui mercati internazionali.**

Nel 1975 l'elemento che ha maggiormente influito sull'attività bancaria internazionale è stato la grave recessione nei principali paesi industriali per la maggior parte dell'anno. Tuttavia, mentre nell'ambito nazionale il calo dell'attività economica ha gravemente rallentato l'espansione del credito, l'impatto sull'euromercato è stato molto più differenziato e gli influssi di natura restrittiva sono stati largamente compensati da vari impulsi espansivi.

Come già spiegato nel Capitolo IV, nei paesi industriali la recessione ha comportato un minor fabbisogno di finanziamento, un'agevole disponibilità di credito bancario interno ed un rilancio dei mercati dei capitali a più lungo termine. Ne è derivata una brusca caduta della domanda di fondi in eurovalute da parte delle imprese industriali nei paesi ad economia sviluppata e un rallentamento nel flusso di fondi non bancari al mercato. D'altro canto, di fronte ad una domanda interna di credito decisamente debole, le banche hanno intensificato la loro offerta di fondi per il credito internazionale. Si può stimare che le banche dell'area europea dichiarante abbiano fornito quasi \$ 10 miliardi di nuovi fondi netti all'euromercato ed un'analoga tendenza può essere riscontrata nel caso delle banche operanti negli Stati Uniti. Le passività lorde sull'estero di queste ultime, aumentate di \$ 22 miliardi nel 1974, sono diminuite di \$ 2 miliardi nel 1975; considerata la costante espansione dei loro crediti all'estero,

la posizione netta sull'estero delle banche negli Stati Uniti risulta essere passata da \$14 miliardi di passività a \$1 miliardo di attività.

Un altro canale attraverso cui la recessione ha influito sullo sviluppo dell'attività bancaria internazionale è stato il suo impatto sulla struttura delle bilance dei pagamenti. Il miglioramento del saldo delle partite correnti dei principali paesi industriali ha avuto come contropartita un calo delle eccedenze dei paesi esportatori di petrolio e un sostanziale aumento dei disavanzi dei paesi meno sviluppati non produttori di petrolio e di quelli dell'Est europeo. Nello stesso tempo, molti paesi industriali minori e altri ad economia sviluppata hanno continuato a registrare ampi disavanzi nelle bilance dei pagamenti. Pertanto, la maggiore potenzialità di credito della comunità bancaria internazionale si è naturalmente orientata verso il finanziamento di questi disavanzi. Dal lato delle fonti del mercato, l'effetto di maggiore risalto prodotto dall'andamento delle bilance dei pagamenti è stato il rallentamento assai netto dei depositi in eurovalute da parte dei paesi esportatori di petrolio. Ciò è imputabile non solo al calo degli avanzi petroliferi ma anche al desiderio — suscitato dal "normale" differenziale dei saggi d'interesse — di collocare una crescente parte dei fondi petroliferi eccedenti sul mercato delle euroobbligazioni. Inoltre, l'offerta di nuovi fondi da altri paesi esterni al Gruppo dei Dieci — in particolare dai paesi in via di sviluppo, molti dei quali in fasi di eccedenza avevano investito nell'euromercato una cospicua parte dell'incremento delle riserve ufficiali — è rimasta stagnante.

Prescindendo dagli effetti più o meno quantificabili esercitati sulla struttura della domanda e dell'offerta dell'euromercato, il rallentamento congiunturale ha influito sull'evoluzione del mercato anche in vari altri modi. Da un lato, il sopravvenire di una fase più distesa nei mercati monetari, dopo un periodo di drastica stretta creditizia, ha eliminato una delle principali fonti di tensione, contribuendo al definitivo superamento della traumatica crisi di fiducia della metà del 1974. In questo contesto, un altro fattore favorevole è stato la ripresa dei mercati finanziari, che ha facilitato non solo i clienti delle banche ma anche le banche stesse nel migliorare i loro assetti finanziari; la maggiore disponibilità di capitale azionario e una debole domanda interna di credito hanno allentato i vincoli connessi al rapporto fra mezzi propri e finanziamento esterno e hanno indotto le banche ad intensificare l'attività delle loro filiali nell'euromercato. Un terzo fattore che ha contribuito a ripristinare il clima di fiducia è stato il fatto che l'euromercato, in virtù forse di un'esposizione piuttosto modesta verso il settore immobiliare e della sua concentrazione sulle imprese maggiori, è sembrato meno assillato da problemi di insolvenza di quanto non lo siano state le banche in vari mercati nazionali. In particolare, le difficoltà finanziarie di New York sembrano aver contribuito a modificare talune impressioni, lasciate dalla crisi della metà dell'estate 1974 circa i gradi di rischio connessi al credito e la posizione di singoli gruppi bancari. Per giunta, dopo la lezione degli anni precedenti, non si è avuta notizia nel 1975 di spettacolari perdite in operazioni in cambi subite dalle banche, e l'euromercato è stato oggetto di crescente attenzione da parte delle autorità di vigilanza. La struttura multisettoriale dei saggi d'interesse, sorta nell'estate del 1974 a danno di taluni gruppi di banche, si è appianata nel corso del 1975 e l'attività interbancaria ha ripreso quota. Il premio che le banche dell'euromercato dovevano corrispondere sui depositi in dollari rispetto alle banche negli Stati Uniti, sebbene ancora abbastanza elevato all'inizio dell'anno, è gradualmente tornato al consueto livello di poco meno dello 0,5% sui depositi a tre mesi.

Nonostante il ritorno a condizioni più normali, il mercato non sembra aver dimenticato gli eventi dell'estate 1974. Le banche hanno continuato nell'insieme ad essere più selettive nella loro politica del credito. La scadenza media dei prestiti consorziali in eurovalute ha continuato ad essere notevolmente più breve di quanto fosse prima dell'estate del 1974. Nel corso del 1975 la maggiorazione rispetto al tasso interbancario di Londra sui prestiti a mutuatari di prim'ordine si è aggirata intorno a  $1\frac{3}{8}\%$ , un livello cioè quasi tre volte superiore a quello dei primi mesi del 1974, e che dovrebbe aver fornito notevoli possibilità di accumulare riserve contro eventuali perdite.

Sebbene l'euromercato abbia dimostrato non solo di saper sopravvivere alla più grave recessione dagli anni Trenta, ma anche di espandersi e di prosperare durante un simile periodo, sono sorti nuovi timori sulla sua solidità. Tali timori derivano innanzitutto dall'esposizione del mercato nei confronti dei paesi in via di sviluppo, i cui conti con l'estero si sono fortemente deteriorati per effetto sia dei più alti prezzi del petrolio sia della recessione nel mondo industriale. Nel 1974 e 1975 il credito bancario internazionale ha contribuito a limitare la caduta nella capacità di importazione di questi paesi, evitando in tal modo che la recessione nei paesi industriali si aggravasse ulteriormente. Se da un lato questo credito è stato opportuno da un punto di vista anticongiunturale, dall'altro esso ha comportato una nettissima espansione dell'indebitamento a breve e medio termine dei mutuatari. Di fatto, in alcuni paesi in via di sviluppo il rapporto tra indebitamento con l'estero ed entrate di parte corrente sembra aver raggiunto un livello preoccupante e un paio di questi paesi sono stati costretti a differire il rimborso dei debiti in scadenza o addirittura il pagamento degli interessi.

#### **Il mercato delle eurovalute: i dati rilevanti.**

Nel corso del 1975 le attività e passività totali verso l'estero delle banche europee dichiaranti sono aumentate rispettivamente di circa \$50 e 37 miliardi, raggiungendo entrambe alla fine dell'anno una cifra di quasi \$300 miliardi. Dell'espansione delle attività, \$7,5 miliardi hanno riguardato la componente in moneta nazionale, mentre le passività, sempre in moneta nazionale, hanno presentato una flessione di \$0,5 miliardi. Tuttavia, queste ultime cifre risentono fortemente di effetti di valutazione, dovuti all'apprezzamento del dollaro, e di un cambiamento nel campo di rilevazione delle posizioni in moneta nazionale riportate dalle banche in Svizzera. Se si escludono queste influenze di natura statistica, l'aumento delle attività e delle passività esterne in moneta nazionale ammonta rispettivamente a circa \$10,5 e 5 miliardi. Una notevole quota di questi aumenti e della risultante variazione di \$5,5 miliardi nella posizione netta è da attribuire alle banche tedesche che hanno agito in qualità di forti esportatori di fondi durante tutto l'anno, dato il ristagno nella domanda interna di credito. In seguito all'introduzione di varie forme di regolamentazione ufficiale per scoraggiare l'afflusso di capitali, le passività in moneta nazionale verso l'estero delle banche svizzere hanno presentato una flessione di circa \$1,5 miliardi (tenuto conto degli effetti di valutazione e della variazione nel campo di rilevazione statistica) mentre le attività verso l'estero in moneta nazionale hanno registrato un modesto incremento.



**Attività e passività verso l'estero, in valute nazionali ed estere,  
delle banche nei singoli paesi dichiaranti, negli Stati Uniti,  
nell'area dei Caraibi e a Singapore.**

			1973	1974	1975			
			Dicembre	Dicembre	Marzo	Giugno	Settembre	Dicembre
milioni di dollari USA								
Belgio-Lussemburgo	Attività	Moneta nazionale	1.160	1.650	1.730	1.860	1.620	1.720
		Valute estere . . .	24.450	32.210	35.410	36.890	36.740	39.070
	Passività	Moneta nazionale	1.800	2.500	2.590	2.700	2.420	2.650
		Valute estere . . .	23.840	31.280	34.440	35.930	35.820	37.860
Francia	Attività	Moneta nazionale	1.850	1.080	1.200	1.410	1.390	1.180
		Valute estere . . .	27.630	31.820	31.670	34.530	36.110	39.020
	Passività	Moneta nazionale	4.510	3.680	3.920	4.250	4.140	4.370
		Valute estere . . .	27.360	32.510	32.060	33.730	34.610	36.110
Germania	Attività	Moneta nazionale	8.130	14.210	15.660	17.960	18.010	21.010
		Valute estere . . .	6.700	8.360	8.680	9.500	9.160	10.640
	Passività	Moneta nazionale	9.080	11.250	11.810	11.070	10.560	13.620
		Valute estere . . .	6.650	7.680	7.820	8.200	7.780	9.310
Italia	Attività	Moneta nazionale	790	600	600	600	580	440
		Valute estere . . .	23.810	12.510	9.120	9.130	10.390	14.980
	Passività	Moneta nazionale	1.820	1.330	1.320	1.460	1.510	1.620
		Valute estere . . .	23.870	13.610	10.400	10.440	10.410	15.040
Paesi Bassi	Attività	Moneta nazionale	910	2.670 <sup>1</sup>	2.990	2.970	3.560	3.460
		Valute estere . . .	9.410	13.350 <sup>1</sup>	14.120	15.630	16.010	17.350
	Passività	Moneta nazionale	1.180	2.070 <sup>1</sup>	2.280	2.370	2.230	2.150
		Valute estere . . .	9.620	12.600 <sup>1</sup>	13.280	14.250	14.860	16.370
Regno Unito	Attività	Moneta nazionale	1.440	1.850 <sup>2</sup>	1.730	2.010	1.890	1.700
		Valute estere . . .	84.280	102.560 <sup>2</sup>	106.830	107.780	112.190	118.240
	Passività	Moneta nazionale	6.150	9.530 <sup>2</sup>	10.010	9.490	9.170	9.240
		Valute estere . . .	90.660	111.490 <sup>2</sup>	116.330	118.960	123.060	128.210
Svezia	Attività	Moneta nazionale	220	430	490	510	540	570
		Valute estere . . .	1.710	2.060	2.300	2.420	2.590	2.570
	Passività	Moneta nazionale	460	510	480	530	550	580
		Valute estere . . .	900	1.040	1.260	1.340	1.650	1.750
Svizzera	Attività	Moneta nazionale	7.320	9.160	9.650	9.970	9.360	9.070 <sup>3</sup>
		Valute estere . . .	9.630	12.300	14.000	16.490	15.680	16.280
	Passività	Moneta nazionale	6.560	8.510	7.970	8.060	6.920	4.630 <sup>3</sup>
		Valute estere . . .	9.200	10.560	10.970	11.660	10.450	12.020
Totale	Attività	Moneta nazionale	21.820	31.650	34.050	37.290	36.950	39.150
		Valute estere . . .	187.620	215.170	222.130	232.370	238.870	258.130
	Passività	Moneta nazionale	31.560	39.380	40.380	39.930	37.500	38.850
		Valute estere . . .	192.100	220.770	226.560	234.510	238.640	258.670
Canada	Attività	Moneta nazionale	400	410	380	370	380	460
		Valute estere . . .	11.940	13.540	13.100	13.240	14.030	13.390
	Passività	Moneta nazionale	1.090	1.610	1.680	1.780	1.880	2.010
		Valute estere . . .	11.530	11.730	11.660	11.850	12.990	12.070
Giappone	Attività	Moneta nazionale	810	1.370	1.390	1.330	1.420	1.530
		Valute estere . . .	16.300	19.240	19.440	17.670	19.190	18.830
	Passività	Moneta nazionale	690	870	1.180	1.580	1.730	1.480
		Valute estere . . .	12.930	24.080	25.220	24.070	25.050	25.210
Stati Uniti	Attività	Moneta nazionale	25.990	44.940	48.660	52.400	52.980	57.960
		Valute estere . . .	730	1.280	1.220	1.300	1.220	1.400
	Passività	Moneta nazionale <sup>4</sup>	38.050	59.620	53.770	55.130	56.760	57.820
		Valute estere . . .	600	770	680	580	550	600
Area dei Caraibi <sup>5</sup>	Attività	Valute estere <sup>6</sup> . . .	24.940	33.230	35.580	41.510	43.830	47.900
		Passività	Valute estere <sup>6</sup> . . .	24.960	33.230	35.710	41.570	43.610
Singapore	Attività	Valute estere <sup>7</sup> . . .	6.020	10.130	10.700	10.770	11.250	12.330
		Passività	Valute estere <sup>7</sup> . . .	5.870	9.680	10.100	10.260	10.860

<sup>1</sup> Comprende posizioni a lungo termine precedentemente non rilevate. Su base precedente le cifre per il dicembre 1974 erano: attività, 1.040 milioni e 12.040 milioni rispettivamente; passività 1.360 e 11.890 milioni. <sup>2</sup> Il campo di rilevazione di questi dati è leggermente diverso da quello usato anteriormente. Su base precedente le cifre per il dicembre 1974 erano: attività, 1.870 e 103.100 milioni rispettivamente; passività, 7.730 e 112.360 milioni. <sup>3</sup> Interruzione nelle serie dovute a variazioni nel campo di rilevazione. <sup>4</sup> Esclusi i buoni del Tesoro USA e i certificati tenuti in custodia per conto dei non residenti. <sup>5</sup> Attività e passività di filiali di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman e Panama. <sup>6</sup> Compresse quantità trascurabili in moneta nazionale. <sup>7</sup> Compresse le posizioni verso residenti non bancari di Singapore.

**Attività e passività verso l'estero, in dollari e in altre valute estere,  
delle banche nei singoli paesi dichiaranti e nell'area dei Caraibi.**

			1973	1974	1975			
			Dic.	Dic.	Marzo	Giugno	Sett.	Dic.
			milioni di dollari USA					
Belgio-Lussemburgo	Attività	Dollari USA . . .	11.000	16.210	16.020	17.310	17.550	18.670
		Altre valute estere .	13.450	17.000	19.390	19.580	19.190	20.400
	Passività	Dollari USA . . .	10.500	13.350	13.600	15.550	16.470	17.960
		Altre valute estere .	13.340	17.930	20.840	20.380	19.350	19.900
Francia	Attività	Dollari USA . . .	20.320	24.210	23.050	25.440	26.800	29.690
		Altre valute estere .	7.310	7.610	8.620	9.090	9.310	9.330
	Passività	Dollari USA . . .	18.220	22.650	21.600	22.930	23.780	27.000
		Altre valute estere .	9.140	9.860	10.460	10.800	10.830	11.110
Germania	Attività	Dollari USA . . .	5.050	6.140	6.120	6.800	6.570	7.700
		Altre valute estere .	1.850	2.220	2.560	2.700	2.590	2.940
	Passività	Dollari USA . . .	5.550	6.160	5.840	6.290	5.950	7.400
		Altre valute estere .	1.100	1.520	1.980	1.910	1.830	1.910
Italia	Attività	Dollari USA . . .	16.570	9.770	7.290	6.990	8.360	12.100
		Altre valute estere .	7.240	2.740	1.830	2.140	2.030	2.880
	Passività	Dollari USA . . .	16.280	10.440	7.860	7.830	7.810	11.830
		Altre valute estere .	7.590	3.170	2.540	2.610	2.600	3.210
Paesi Bassi	Attività	Dollari USA . . .	5.710	7.960 <sup>1</sup>	8.300	9.870	9.990	10.400
		Altre valute estere .	3.700	5.390 <sup>1</sup>	5.820	5.760	6.020	6.950
	Passività	Dollari USA . . .	4.690	6.290 <sup>1</sup>	6.630	7.800	8.870	10.670
		Altre valute estere .	4.930	6.310 <sup>1</sup>	6.650	6.450	5.990	5.700
Regno Unito	Attività	Dollari USA . . .	65.460	82.690 <sup>2</sup>	85.190	86.660	91.430	96.940
		Altre valute estere .	18.820	19.870 <sup>2</sup>	21.640	21.120	20.760	21.300
	Passività	Dollari USA . . .	69.170	88.840 <sup>2</sup>	91.300	94.190	99.300	104.170
		Altre valute estere .	21.490	22.650 <sup>2</sup>	25.030	24.770	23.760	24.040
Svezia	Attività	Dollari USA . . .	1.090	1.320	1.500	1.580	1.800	1.790
		Altre valute estere .	620	740	800	840	790	780
	Passività	Dollari USA . . .	500	560	660	700	970	1.020
		Altre valute estere .	400	480	600	640	680	730
Svizzera	Attività	Dollari USA . . .	6.910	8.930	10.300	12.580	12.120	12.890
		Altre valute estere .	2.720	3.370	3.700	3.910	3.560	3.370
	Passività	Dollari USA . . .	6.470	8.140	7.870	8.700	7.840	9.420
		Altre valute estere .	2.730	2.420	3.100	2.960	2.610	2.600
Totale	Attività	Dollari USA . . .	132.110	156.230	157.770	167.230	174.620	190.180
		Altre valute estere .	55.510	58.940	64.360	65.140	64.250	67.950
	Passività	Dollari USA . . .	131.390	156.430	155.360	163.990	170.990	189.470
		Altre valute estere .	60.720	64.340	71.200	70.620	67.650	69.200
Canada	Attività	Dollari USA . . .	11.170	12.700	12.290	12.470	13.340	12.640
		Altre valute estere .	770	840	810	770	690	750
	Passività	Dollari USA . . .	10.840	11.090	11.050	11.300	12.530	11.560
		Altre valute estere .	690	640	610	550	460	510
Giappone	Attività	Dollari USA . . .	14.770	17.150	17.180	15.580	17.360	16.960
		Altre valute estere .	1.530	2.090	2.260	2.090	1.830	1.870
	Passività	Dollari USA . . .	12.350	22.960	24.160	23.160	24.140	24.340
		Altre valute estere .	580	1.120	1.060	910	910	870
Area dei Caraibi <sup>3</sup>	Attività	Dollari USA . . .	23.130	30.240	31.900	38.150	40.480	44.490
		Altre valute estere <sup>4</sup>	1.810	2.990	3.680	3.360	3.350	3.310
	Passività	Dollari USA . . .	23.500	30.350	32.150	38.470	40.460	44.540
		Altre valute estere <sup>4</sup>	1.460	2.880	3.560	3.100	3.150	3.010

<sup>1</sup> Comprende posizioni a lungo termine precedentemente non rilevate. Su base precedente le cifre per il dicembre 1974 erano: attività, 7.180 e 4.860 milioni in dollari USA e in altre valute estere rispettivamente; passività, 5.900 e 5.990 milioni. <sup>2</sup> Il campo di rilevazione di questi dati è leggermente diverso da quello usato anteriormente. Su base precedente le cifre per il dicembre 1974 erano: attività, 82.690 e 20.410 milioni in dollari USA e in altre valute estere rispettivamente; passività, 88.980 e 23.380 milioni. <sup>3</sup> Attività e passività di filiali di banche USA nelle Bahamas, isole Cayman e Panama. <sup>4</sup> Compresa quantità trascurabili in moneta nazionale.

L'aumento delle attività sull'estero in valuta delle banche dichiaranti è rappresentato per \$34 miliardi dalla componente in dollari e per \$9 miliardi da altre valute. Le due corrispondenti cifre relative alle passività sono state rispettivamente \$33 e 5 miliardi.

L'aumento delle posizioni in dollari, riflettendo le vicende sui mercati dei cambi, si è concentrato negli ultimi nove mesi dell'anno, mentre nel primo trimestre gran parte dell'espansione ha riguardato altre valute. Dopo essersi accresciuta di 2,2 punti percentuali nel 1974, la quota in dollari sul totale delle posizioni lorde è aumentata di 1,8 punti percentuali nel 1975, raggiungendo il 73,5 %, cioè il livello più elevato dal 1972.

Tuttavia, come nel caso delle posizioni in valuta nazionale, l'aumento registrato nella componente non in dollari del mercato è stato influenzato da variazioni di valutazione. Ove queste si escludano, si può calcolare che l'espansione delle attività in valute estere diverse dal dollaro sia stata di circa \$13 miliardi e quella delle passività di \$9 miliardi, di cui le sole posizioni eurovalutarie in marchi tedeschi sembra abbiano rispettivamente rappresentato circa \$10 e 9 miliardi. Le attività in franchi svizzeri sono aumentate di circa \$1,5 miliardi (sempre escludendo gli effetti di valutazione) mentre le passività si sono contratte di circa \$2,5 miliardi. La conseguente variazione di \$4 miliardi nella posizione netta è stata probabilmente influenzata da considerazioni relative all'evoluzione dei cambi. In seguito al buon andamento del franco francese sul mercato dei cambi fino alla fine del 1975, le posizioni in questa valuta hanno mostrato un forte aumento relativo, con un incremento delle attività di oltre il 70 %. Quanto al suo impiego nelle operazioni sull'euromercato, nel 1975 il franco francese ha superato il fiorino olandese e la sterlina e alla fine dell'anno era al quarto posto, dopo il franco svizzero. Tuttavia, in termini assoluti gli importi sono rimasti alquanto modesti, mentre il marco tedesco ha consolidato la sua posizione come seconda moneta del mercato dopo il dollaro.

Eventi di rilievo nel 1975 sono state l'accelerata espansione nelle posizioni interbancarie e la flessione altrettanto pronunciata nelle posizioni dirette del mercato nei confronti del settore non bancario. Le attività interbancarie, ad esempio, sono cresciute di \$34,6 miliardi, contro un aumento di \$13,2 miliardi nel 1974; per converso, i crediti (esterni e interni) verso il settore non bancario sono aumentati di appena \$8,6 miliardi, dopo un incremento eccezionale di \$22,5 miliardi nel 1974. Per quanto riguarda le passività, i depositi da fonti diverse dalle banche (sia da parte di residenti, sia di non residenti, con esclusione però dei fondi fiduciari), che erano aumentati di \$12,8 miliardi nel 1974, si sono accresciuti appena di \$0,4 miliardi, risentendo senza dubbio soprattutto della brusca flessione dei saggi d'interesse a breve.

Quanto al contributo dei singoli mercati allo sviluppo globale delle posizioni in eurovalute, l'espansione maggiore, in termini assoluti, è stata registrata, come di consueto, dalle banche nel Regno Unito, cui è attribuibile il 40 % dell'aumento globale delle attività e passività in valuta verso l'estero. Tuttavia, in termini di variazioni percentuali, nella maggior parte dei mercati dell'Europa continentale i tassi di espansione sono stati superiori, cosicché la quota del Regno Unito sulle posizioni in essere si è contratta di 1,5 punti percentuali, passando al 47,5 %. Causa principale di questa leggera diminuzione nell'importanza del ruolo del Regno Unito è stata la maggiore concentrazione della nuova attività internazionale di banche degli Stati Uniti verso le loro filiali nell'area dei Caraibi. Mentre le attività delle filiali di

**Posizioni sull'estero delle banche europee dichiaranti in dollari  
e in altre valute estere.**

Fine mese	Dollari		Altre valute estere						
	Totale	di cui verso non-banche	Totale	di cui					
				verso non-banche	Marchi tedeschi	Franchi svizzeri	Lire sterline	Fiorini olandesi	Franchi francesi
milioni di dollari USA									
<b>Attività</b>									
1968 Dic. . . .	30.430	5.150	7.270	1.240	3.920	1.820	610	290	240
1969 Dic. . . .	47.630	6.090	10.540	2.230	5.990	2.980	580	370	150
1970 Dic. . . .	60.370	11.850	17.880 <sup>1</sup>	4.680	10.110	5.080	610	560	400
1971 Dic. . . .	71.500	14.360	28.630	6.750	16.220	8.180	1.620	700	490
1972 Dic. . . .	98.000	18.340	33.840	8.000	20.390	7.780	2.180	720	700
1973 Dic. I . . .	133.760	23.880	54.840	11.990	31.400	14.590	3.150	1.320	1.750
Dic. II <sup>2</sup> . . .	132.110	24.730	55.510	13.980	31.410	15.000	3.080	1.240	1.760
1974 Marzo . . .	146.100	28.710	58.530	14.090	32.950	15.800	3.090	1.220	1.700
Giugno . . .	154.170	31.300	59.670	14.790	33.730	16.110	3.130	1.320	1.290
Sett. . . .	146.970	31.300	52.750	15.250	30.390	13.250	2.490	1.480	1.360
Dic. I . . .	155.450	34.350	58.950	18.030	34.620	14.330	2.040	1.870	1.480
Dic. II <sup>3</sup> . . .	156.230	34.920	58.940	18.080	34.950	14.420	2.050	1.880	1.480
1975 Marzo . . .	157.770	37.360	64.360	20.070	40.100	13.900	1.940	2.060	2.130
Giugno . . .	167.230	37.260	65.140	20.810	39.020	14.140	2.810	2.480	2.300
Sett. . . .	174.620	38.430	64.250	19.970	39.320	14.050	2.560	2.170	2.270
Dic. . . .	190.180	40.870	67.950	20.450	41.620	15.430	1.980	2.100	2.570
<i>Per notizia:</i>									
<i>Posizione verso residenti<sup>4</sup></i>									
1971 Dic. . . .		5.850		1.770					
1972 Dic. . . .		5.120		3.530					
1973 Dic. I . . .		8.830		5.150					
Dic. II <sup>2</sup> . . .		8.620		5.110					
1974 Dic. I . . .		16.430		6.330					
Dic. II <sup>3</sup> . . .		17.110		6.560					
1975 Dic. . . .		17.410		6.570					
<b>Passività</b>									
1968 Dic. . . .	26.870	6.240	6.840	1.530	3.010	2.290	800	250	230
1969 Dic. . . .	48.200	10.460	10.520	1.340	4.640	4.030	810	350	210
1970 Dic. . . .	58.700	11.240	16.590 <sup>1</sup>	2.450	8.080	5.720	940	550	420
1971 Dic. . . .	70.750	9.880	26.970	2.740	14.630	7.760	2.110	860	440
1972 Dic. . . .	96.730	11.810	35.200	3.620	19.540	8.810	2.210	1.360	1.080
1973 Dic. I . . .	130.470	16.370	60.960	5.810	32.140	17.060	4.790	2.260	2.160
Dic. II <sup>2</sup> . . .	131.380	17.470	60.720	5.630	32.020	17.160	4.560	2.260	2.130
1974 Marzo . . .	143.980	18.660	65.190	6.310	33.310	20.390	4.470	2.090	2.180
Giugno . . .	151.680	19.660	67.840	7.310	35.450	19.850	5.100	2.290	2.080
Sett. . . .	146.930	19.930	60.180	7.410	30.740	17.090	4.300	2.370	2.440
Dic. I . . .	156.180	22.440	64.750	8.100	34.220	18.250	3.560	2.760	2.270
Dic. II <sup>3</sup> . . .	156.430	22.210	64.340	8.080	34.380	18.290	3.590	2.760	2.270
1975 Marzo . . .	155.360	21.000	71.200	8.260	40.330	16.180	3.920	3.440	3.090
Giugno . . .	163.990	21.620	70.520	7.880	40.080	15.480	3.690	3.820	3.600
Sett. . . .	170.990	22.150	67.650	7.220	38.710	14.760	3.280	3.740	3.330
Dic. . . .	189.470	24.280	69.200	6.690	39.940	15.290	3.140	3.550	3.350
<i>Per notizia:</i>									
<i>Posizione verso residenti<sup>4</sup></i>									
1971 Dic. . . .		2.450		1.150					
1972 Dic. . . .		3.260		1.720					
1973 Dic. I . . .		5.020		2.560					
Dic. II <sup>2</sup> . . .		5.020		2.550					
1974 Dic. I . . .		8.560		3.780					
Dic. II <sup>3</sup> . . .		8.960		3.930					
1975 Dic. . . .		9.410		3.210					

<sup>1</sup> Per il 1970, l'aumento di \$570 milioni nelle attività e di \$360 milioni nella passività è dovuto alla inclusione delle posizioni in alcune valute precedentemente non rilevate. <sup>2</sup> Dal dicembre 1973 (Dicembre II) le cifre non comprendono più le posizioni in eurovalute della BRI (precedentemente registrate tra i dati delle banche svizzere) ma includono alcune posizioni a lungo termine non rilevate per i periodi precedenti. <sup>3</sup> Comprende alcune posizioni a lungo termine non dichiarate precedentemente da alcune banche e alcune variazioni di scarso rilievo nel campo di rilevazione statistica. <sup>4</sup> Non comprende le posizioni delle banche tedesche anteriormente al dicembre 1974.

banche americane nelle Bahamas, nelle isole Cayman e in Panama sono aumentate del 44% nel 1975, la cifra corrispondente per le filiali di banche americane a Londra è stata di appena il 14%. Dopo aver segnato un aumento di \$2,9 miliardi nel 1974, le passività nette sull'estero delle banche nel Regno Unito sono aumentate di \$1,0 miliardi nel 1975, raggiungendo \$10,0 miliardi, incremento largamente imputabile ai crediti in valuta estera a residenti del Regno Unito diversi dalle banche.

Sul continente europeo, le posizioni lorde verso l'estero delle banche italiane, contrattesi quasi del 60% nei dodici mesi precedenti il marzo 1975, hanno cominciato ad espandersi di nuovo nella seconda metà dell'anno. Questa inversione di tendenza è dipesa dalla graduale riduzione del premio che le banche italiane dovevano corrispondere sul Libor. La migliorata situazione delle partite correnti nel 1975 e l'abilità delle banche nel ridurre rapidamente la loro posizione sull'euromercato senza incorrere in difficoltà sono stati senza dubbio fattori chiave nel determinare una revisione in senso favorevole del giudizio del mercato circa la loro situazione. Inoltre, nel 1975, le banche italiane hanno eliminato il loro indebitamento netto sul mercato, che era di \$1,1 miliardi all'inizio dell'anno.

La posizione netta sull'estero in valuta delle banche francesi ha anch'essa mostrato un forte movimento nei primi nove mesi dell'anno, passando da \$0,7 miliardi di passivo a \$1,5 miliardi di attivo, mentre vi è stata una certa flessione durante il quarto trimestre. Il capovolgimento nella posizione netta è stato incoraggiato ufficialmente e ha rispecchiato la solidità del franco francese sui mercati dei cambi. I più forti esportatori netti di fondi durante il 1975 sono state le banche tedesche, le cui attività totali nette sull'estero sono aumentate di \$5,1 miliardi, passando a \$8,7, e le banche svizzere che hanno registrato un'espansione di \$4,5 miliardi (al netto degli effetti della variazione nel campo di rilevazione statistica); tuttavia, una cospicua quota di questi aumenti negli impieghi netti sull'estero è stata in moneta nazionale, riflettendo il ruolo del marco tedesco e del franco svizzero sull'euromercato.

### **Il mercato delle eurovalute: fonti e impieghi.**

La tabella che segue presenta stime sulla ripartizione per fonti e impieghi dell'eurocredito in essere, al netto della doppia contabilizzazione, attraverso le banche degli otto paesi europei dichiaranti.

Iniziando dagli impieghi, uno dei principali sviluppi nel 1975 è stato senza dubbio la forte riduzione nell'assorbimento da parte di residenti dei paesi del Gruppo dei Dieci. Mentre nel 1974, anno di forti disavanzi di parte corrente dovuti alla crisi petrolifera e di restrizioni creditizie interne, i paesi europei dichiaranti hanno assorbito circa \$13 miliardi di nuovi fondi dal mercato, nel 1975 sembra che essi abbiano mutuato appena \$1,5 miliardi circa. Ciò si spiega, naturalmente, con la migliorata posizione delle partite correnti e le più agevoli condizioni del credito interno. I paesi del Gruppo dei Dieci non europei hanno ridotto il loro nuovo indebitamento da circa \$10 miliardi nel 1974 a meno di mezzo miliardo. Le banche giapponesi hanno mutuato solo \$2,5 miliardi nel 1975, molto meno quindi rispetto all'anno precedente (\$7,1 miliardi) e le banche degli Stati Uniti e i residenti diversi dalle banche, dopo aver aumentato il loro ricorso al mercato di \$4,7 miliardi nel 1974, nel 1975 hanno effettuato rimborsi netti per \$1,8 miliardi.

**Fonti e Impieghi dei fondi dell'euromercato. Stime.**

Fine mese	Area dei paesi europei dichiaranti		Altri paesi del Gruppo dei Dieci	Altri paesi industriali	Paesi dell'Est europeo	Centri bancari offshore <sup>2</sup>	Paesi esportatori di petrolio <sup>4</sup>	Paesi in via sviluppo	Non classificati	Totale
	Totale <sup>1</sup>	di cui: Settore non bancario <sup>3</sup>								
miliardi di dollari USA										
<b>Impieghi</b>										
1973 Dic. .	49,0	29,5	26,2	14,7	7,4	18,7	14,3		1,7	132,0
1974 Dic. I .	61,9	41,0	36,4	20,2	9,8	26,7	3,5	15,7	2,8	177,0
Dic. II.	61,5	41,3	36,4	20,4	9,8	26,7	3,5	15,7	3,0	177,0
1975 Marzo.	64,3	44,3	35,5	21,7	11,9	29,4	3,8	15,8	3,6	186,0
Giu. .	63,6	45,0	36,3	24,3	12,6	30,5	4,3	16,8	3,6	192,0
Sett. .	62,1	43,2	37,9	23,9	13,5	33,0	4,8	17,5	3,3	196,0
Dic. .	63,0	43,6	36,7	25,8	15,6	35,6	5,3	19,5	3,5	205,0
<b>Fonti</b>										
1973 Dic. .	50,8	27,5	19,3	17,7	3,7	12,5	24,6		3,4	132,0
1974 Dic. I .	68,5	36,9	20,5	18,4	5,1	17,8	29,1	15,5	2,1	177,0
Dic. II.	67,8	36,2	20,6	18,5	5,0	17,8	29,1	15,5	2,7	177,0
1975 Marzo.	73,0	37,8	21,3	17,8	4,5	18,2	31,8	16,1	3,3	186,0
Giu. .	75,7	36,5	21,4	18,3	3,7	21,3	32,5	16,1	3,0	192,0
Sett. .	77,3	38,0	23,2	19,4	4,5	20,5	32,3	15,5	3,3	196,0
Dic. .	79,5	38,5	23,7	19,9	5,1	21,8	34,6	16,2	4,2	205,0

<sup>1</sup> Include: a) sotto la voce "Impieghi", le conversioni da parte delle banche di valuta estera in nazionale e i fondi in valuta estera forniti dalle banche dichiaranti alle banche commerciali del paese di emissione della valuta di cui trattasi (ad esempio, fondi in DM depositati presso banche tedesche); b) sotto la voce "Fonti", i depositi di istituzioni monetarie ufficiali dell'area dichiarante, le conversioni da parte delle banche di moneta nazionale in estera e i fondi in valuta estera che le banche dichiaranti hanno ricevuto dalle banche del paese di emissione della valuta in questione (ad esempio, fondi ricevuti in DM da banche tedesche). <sup>2</sup> Per le fonti, inclusi i fondi fiduciari nella misura in cui sono trasferiti da banche svizzere ad altre banche entro l'area dichiarante e non sono dichiarati dalle stesse banche svizzere come passività verso operatori non bancari esterni all'area dichiarante. <sup>3</sup> Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Hong Kong, Indie occidentali, Isole Cayman, Isole Vergini, Libano, Liberia, Nuove Ebridi, Panama, Singapore. <sup>4</sup> Algeria, Arabia Saudita, Bahrain, Brunei, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar, Trinidad e Tobago, Venezuela.

In parte come conseguenza di situazioni delle partite correnti persistentemente deboli, nel 1975 i paesi industriali al di fuori del Gruppo dei Dieci hanno continuato ad attingere copiosamente al mercato, per un ammontare globale di \$ 5,4 miliardi. Altri \$ 5,8 miliardi sono stati mutuati dai paesi dell'Est europeo, il cui indebitamento lordo sul mercato è di conseguenza aumentato di ben il 60%. I nuovi fondi attinti direttamente sul mercato dai paesi in via di sviluppo sembrano essere ammontati a una cifra relativamente modesta (\$ 3,8 miliardi circa); tuttavia, non vi è dubbio che gran parte dell'importo di \$ 8,9 miliardi di nuovi fondi collocati nell'area dei Caraibi e in altri centri bancari *offshore* dalle otto banche europee dichiaranti è stata riprestata a paesi in via di sviluppo. Infine, gli stessi paesi esportatori di petrolio hanno assorbito \$ 1,8 miliardi di nuovi eurofondi, anche se verosimilmente questa cifra riflette in parte il nuovo ruolo delle Bahrain come centro bancario *offshore*.

Quanto alle fonti, lo scorso anno i depositi diretti da parte dei paesi esportatori di petrolio sono aumentati di \$ 5,5 miliardi, a fronte di un incremento di oltre \$ 20 miliardi nel 1974. Alcuni paesi all'interno del gruppo, in particolare l'Arabia Saudita e il Venezuela, hanno continuato ad accrescere i loro depositi in eurovaluta ad un ritmo alquanto veloce; altri, come ad esempio il Kuwait, sembra abbiano investito i loro nuovi avanzi in forme a più lungo termine al di fuori del mercato delle eurovalute; infine, parecchi tra i paesi del gruppo con elevata capacità di importazione, specie Iran, Libia e Algeria, hanno iniziato a prelevare dai loro saldi in eurovaluta, precedentemente accumulati, per provvedere al pagamento delle importazioni.

L'offerta di nuovi fondi al mercato da parte dei paesi del Gruppo dei Dieci sembra essersi contratta da circa \$ 19 miliardi nel 1974 a circa \$ 15 miliardi nel 1975, ma, ove si escludano gli effetti delle variazioni di valutazione, la differenza fra le due cifre è probabilmente alquanto esigua. Un aspetto significativo, tuttavia, è la flessione (da circa \$ 9 a 2 miliardi) nei nuovi fondi forniti al mercato da fonti non bancarie dell'area europea dichiarante. Oltre che dalla maggiore attrattiva esercitata dai mercati dei capitali a lungo termine, questo andamento sembra anche dipendere dal fatto che, dopo il rapido aumento del 1974, lo scorso anno non vi sono stati ulteriori forti aumenti nei depositi in eurodollari da parte delle società petrolifere. Invece, l'apporto di nuovi fondi da parte delle banche dell'area dichiarante si può stimare sia cresciuto da \$ 8 miliardi nel 1974 a circa \$ 9 miliardi, tenendo presente che l'intensità dell'accelerazione risulta fortemente sottovalutata a causa delle variazioni di valutazione. I \$ 3 miliardi che il mercato ha ricevuto dagli altri paesi del Gruppo dei Dieci sono largamente imputabili a banche degli Stati Uniti, paese in cui la domanda interna di credito è stata particolarmente debole. Inoltre, parte dell'aumento di \$ 4 miliardi nelle passività del mercato verso centri bancari *offshore* sembra riflettere il passaggio, attraverso l'area dei Caraibi, di fondi degli Stati Uniti alle banche europee dichiaranti.

I depositi di altri paesi industriali sono aumentati di \$ 1,5 miliardi, in parte in seguito al rideposito sul mercato di fondi affluiti alle riserve ufficiali in connessione a operazioni di indebitamento in eurovaluta. Per converso, l'offerta di nuovi fondi al mercato da parte dei paesi dell'Est europeo e di quelli in via di sviluppo non produttori di petrolio è stata alquanto limitata, data la loro debole posizione di bilancia dei pagamenti.

#### **L'attività internazionale complessiva delle banche.**

Mentre nei paragrafi precedenti si è posto l'accento sui crediti in valuta estera passati attraverso l'intermediazione delle banche degli otto paesi europei dichiaranti, la tabella alle pagine seguenti fornisce un più ampio quadro delle operazioni bancarie internazionali. A tal fine si è provveduto ad una dettagliata scomposizione per paesi delle attività e passività verso l'estero in moneta nazionale e in valuta di un gruppo molto più ampio di banche, che include, oltre alle banche negli otto paesi europei dichiaranti, anche quelle negli Stati Uniti, nel Giappone e nel Canada, nonché le filiali di banche degli Stati Uniti operanti nei centri bancari *offshore* dell'area dei Caraibi e dell'Estremo Oriente. Purtroppo, tali cifre sono disponibili solo per una data, cioè la fine del 1975. E' pertanto impossibile stabilire i flussi per il 1975 tranne che sulla base di stime molto approssimative. Anche dal punto di vista delle consistenze in essere le cifre non forniscono un quadro completo del totale delle posizioni bancarie internazionali, in quanto escludono, ad esempio, le attività e passività di banche non statunitensi operanti nei centri bancari *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente. Oltre a ciò, la scomposizione geografica disponibile per le banche dichiaranti in Canada, Giappone, Svizzera e Stati Uniti non è del tutto completa. Infine, i dati relativi ai crediti delle banche dichiaranti nei confronti dei singoli paesi devono essere interpretati con una certa prudenza. Il debito del paese verso l'estero potrebbe essere maggiore, in quanto comprende probabilmente anche debiti verso soggetti non bancari o verso banche che non figurano nella tabella. Per di più, non è dato conoscere l'identità dei mutuatari, che potrebbero essere filiali locali della stessa banca mutuante. Nonostante queste carenze, la tabella dovrebbe comunque fornire una certa visione

**Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta estera,  
delle banche del Gruppo dei Dieci e della Svizzera e delle filiali estere  
di banche USA nell'area dei Caraibi e nell'Estremo Oriente.**

Milioni di dollari USA  
fine dicembre 1975.

Passività/attività verso	Passività	Attività	Passività/attività verso	Passività	Attività
<b>Gruppo dei Dieci</b>			<b>Europa orientale (continuazione)</b>		
Belgio-Lussemburgo HCJU	17.742	22.886	Polonia	508	3.870
Francia HCJU	25.982	23.000	Romania	374	860
Germania HCJU	18.072	21.350	Ungheria	748	2.194
Italia HCJU	12.540	16.549	Unione Sovietica CU	2.854	7.597
Paesi Bassi HCJU	15.142	11.392	Posta residuale HCJU	688	2.499
Regno Unito HCJU	64.120	55.282			
Svezia HCJU	2.477	4.065			
Svizzera CJU	52.323	10.047	<b>Totale</b>	<b>7.069</b>	<b>22.331</b>
Canada HJU	9.898	7.104			
Giappone HCU	9.108	31.929	<b>Area dei Caraibi</b>		
Stati Uniti HCJ	41.957	30.629	Antille olandesi U	1.286	1.379
<b>Totale</b>	<b>269.351</b>	<b>234.233</b>	Bahamas JU	11.058	25.460
			Barbados	159	13
<b>Altri paesi dell'Europa occidentale</b>			Bermuda J	2.590	818
Andorra	41	—	Cuba JU	152	840
Austria CU	4.758	3.793	Giamaica	117	370
Cipro	260	166	Haiti	3	9
Danimarca CU	1.275	2.741	Indie occidentali (FR)	24	1
Finlandia CU	909	3.068	Indie occidentali (RU)	181	198
Gibilterra	53	22	Isole Cayman	3.306	4.284
Grecia CJU	2.829	2.897	Isole Vergini (RU)	81	130
Irlanda C	1.392	1.421	Isole Vergini (USA)	—	100
Islanda	33	175	Panama JU	4.701	7.035
Liechtenstein	210	240	Panama (Zona del Canale)	—	9
Malta	481	4	Repubblica Dominicana	15	104
Monaco	10	1	Trinidad e Tobago	413	68
Norvegia CU	2.552	4.347	Posta residuale HCJ	1.913	3.637
Portogallo CU	753	597	<b>Totale</b>	<b>26.009</b>	<b>44.455</b>
Spagna CU	6.967	5.154			
Turchia CJU	773	1.013	<b>America Latina</b>		
Vaticano	105	—	Argentina JU	2.060	3.186
Jugoslavia CJU	1.051	1.760	Belize	5	1
Posta residuale HCJU	6.669	4.377	Bolivia	104	149
<b>Totale</b>	<b>31.121</b>	<b>31.776</b>	Brasile JU	4.061	14.847
			Cile JU	515	786
<b>Altri paesi industriali</b>			Colombia JU	618	1.576
Australia CU	986	2.841	Costa Rica	43	184
Nuova Zelanda C	166	783	Ecuador J	163	262
Sud Africa CU	805	4.762	El Salvador	46	96
Posta residuale HCJ	163	792	Guatemala	51	114
<b>Totale</b>	<b>2.120</b>	<b>8.978</b>	Guyana	71	20
			Honduras	124	86
<b>Europa orientale</b>			Messico JU	3.385	13.465
Albania	41	86	Nicaragua	127	223
Bulgaria	282	1.600	Paraguay	98	38
Cecoslovacchia	250	288	Perù JU	382	2.302
Germania (R.D.T.)	1.324	3.317	Surinam	122	13
			Uruguay U	353	161
			Venezuela JU	7.252	2.964
			Posta residuale HCJU	6.021	7.038
			<b>Totale</b>	<b>25.601</b>	<b>47.511</b>

Nota: Per le passività e le attività delle banche in Canada, Giappone, Svizzera e Stati Uniti non è disponibile una completa scomposizione per paese. Le posizioni delle banche operanti in questi paesi sono state assegnate ai singoli paesi come indicato in tabella, dove: H = Svizzera, C = Canada, J = Giappone e U = Stati Uniti. Le passività delle banche negli Stati Uniti escludono i buoni del Tesoro USA e i certificati tenuti in custodia dalle banche per conto dei non residenti.



Passività/attività verso	Passività	Attività	Passività/attività verso	Passività	Attività
<b>Medio Oriente</b>			<b>Altri paesi dell'Africa (continuazione)</b>		
Paesi esportatori di petrolio: J <sup>2</sup>			Senegal	72	109
a) con bassa capacità d'importazione:			Sierra Leone	48	7
Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti			Somalia	74	3
Kuwait, Qatar,	24.570	1.163	Sudan	141	254
b) con elevata capacità d'importazione:			Tanzania	152	4
Bahrain, Iran, Iraq, Libia e Oman	8.606	3.176	Togo	56	15
			Tunisia	288	25
			Uganda	46	18
			Zaire U	356	783
			Zambia J	143	341
			Posta residuale CU	956	1.276
<b>Altri paesi:</b>			<b>Totale</b>	<b>7.020</b>	<b>9.080</b>
Egitto JU	1.521	914			
Giordania	414	56	<b>Altri paesi dell'Asia</b>		
Israele JU	2.496	2.111	Afganistan	24	1
Libano	2.515	390	Bangladesh	61	13
Siria	775	35	Brunei	624	30
Yemen	235	5	Burma	36	7
Yemen (R.D.P.)	84	—	Cambogia	97	—
Posta residuale <sup>3</sup> HCJU	6.523	1.294	Cina U	1.002	863
<b>Totale</b>	<b>47.739</b>	<b>9.144</b>	Corea N.	9	155
			Corea S. JU	1.182	3.309
<b>Altri paesi dell'Africa</b>			Filippine JU	1.702	2.010
Afars e Issas territ. fr.	28	3	Hong Kong JU	4.837	5.910
Algeria J	1.285	1.383	India JU	784	416
Alto Volta	12	2	Indonesia JU	473	2.478
Angola	48	21	Laos	13	—
Benin (R.D.P.)	24	2	Malaysia J	694	690
Botswana/Lesotho	—	32	Nuove Ebridi	12	73
Burundi	14	4	Papua Nuova Guinea	20	—
Camerun	56	49	Pakistan J	302	126
Ciad	10	6	Sikkim/Bhutan	43	14
Congo	31	73	Singapore HJ	4.725	5.789
Costa d'Avorio	232	260	Sri Lanka	24	10
Etiopia	229	—	Tailandia JU	1.388	1.227
Gabon	69	144	Taiwan JU	1.525	2.061
Ghana	90	10	Vietnam N.	95	13
Guinea	6	16	Vietnam S.	89	36
Kenia J	405	123	Posta residuale CU	1.232	1.509
Liberia J	797	3.663	<b>Totale</b>	<b>20.993</b>	<b>26.740</b>
Madagascar	80	5			
Malawi	54	41	Istituzioni internazionali U <sup>4</sup>	4.219	517
Mali	16	2			
Marocco U	537	74	Partite non classificate HCJU	5.885	6.902
Mauritania	56	6	<b>Totale generale</b>	<b>447.137</b>	<b>441.687</b>
Maurizio	51	1			
Mozambico (R.D.P.)	90	6			
Namibia	—	7			
Niger	30	12			
Nigeria J	381	270	Per notizia:		
Rep. dell'Africa Centrale	11	9	Paesi esportatori di petrolio HJU	50.612	13.641
Rodesia	41	20			
Ruanda	27	3			

<sup>1</sup> Filiali estere di banche USA nelle isole Bahamas e Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. <sup>2</sup> Comprende soltanto le posizioni di banche giapponesi verso Kuwait, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq e Libia. <sup>3</sup> Comprende le posizioni (in parte stimate) di banche USA verso i paesi del Medio Oriente ad esclusione di Egitto, Israele e Libia (compresa nella posta residuale degli "Altri paesi dell'Africa"). <sup>4</sup> Sono escluse - con l'eccezione delle banche olandesi e del Regno Unito e delle filiali estere di banche USA nell'area dei Caraibi e in Estremo Oriente - gli istituti regionali che figurano nella posta residuale delle rispettive aree. Le posizioni verso la BRI sono comprese nella voce "Svizzera", ad eccezione di quelle delle banche USA che sono comprese nella posta residuale degli "Altri paesi dell'Europa occidentale".

del ruolo svolto dai singoli paesi o gruppi di paesi come prenditori di prestiti bancari internazionali e come fornitori di fondi.

L'aspetto più interessante della tabella è forse dato dalle informazioni che essa fornisce sul credito bancario internazionale ai paesi meno sviluppati non produttori di petrolio. Sulla base di alcune ipotesi circa la distribuzione della "Posta residuale" e delle "Partite non classificate" che appaiono in questa tabella, sembrerebbe che alla fine del 1975 i crediti totali lordi in essere nei confronti dei paesi in via di sviluppo fossero pari a \$63 miliardi circa. L'aumento nel corso dell'anno può stimarsi a circa \$17 miliardi, di cui solo \$4 miliardi circa sono affluiti, come già accennato, nella forma di eurofondi direttamente dalle banche nell'area europea dichiarante e un po' più di \$5 miliardi da banche negli Stati Uniti. Ai paesi dell'America Latina (esclusi quelli esportatori di petrolio) sono attribuibili i due terzi del totale in essere e probabilmente anche dell'aumento del 1975. Due di questi paesi, il Brasile e il Messico, hanno fatto ricorso in modo particolarmente ingente al credito bancario estero, totalizzando il 45% dei crediti lordi delle banche dichiaranti verso i paesi in via di sviluppo. Altri importanti mutuatari dell'America Latina sono stati l'Argentina, il Perù e la Colombia. Fuori dell'America Latina, i principali prenditori di prestiti sono stati la Corea del Sud, Israele, Taiwan e le Filippine. Sembra siano stati invece relativamente esigui i crediti delle banche dichiaranti all'India, al Pakistan e alla maggior parte dei paesi africani.

La tabella mostra altresì che i paesi in via di sviluppo non solo sono stati mutuatari ma anche importanti fornitori di fondi; dopo un aumento di circa \$3 miliardi nel 1975, i loro depositi presso le banche dichiaranti ammontavano a circa \$40 miliardi alla fine dell'anno, sebbene ben oltre metà di questo importo pare rappresenti disponibilità ufficiali di riserva presso banche nell'euromercato e negli Stati Uniti. Al netto, la posizione debitoria dei paesi in via di sviluppo è stata pertanto molto più modesta. Di fatto, anche i paesi del Medio Oriente non esportatori di petrolio, che — con l'ovvia eccezione di Israele — possono aver beneficiato indirettamente degli aumenti di prezzo del petrolio, sono stati tutti fornitori netti di fondi. Analogamente, il debito netto di alcuni dei principali mutuatari lordi compresi nella voce "Altri paesi dell'Asia" è stato molto piccolo, ed alcuni paesi, come l'India e la Thailandia, hanno in effetti registrato crediti netti verso le banche dichiaranti. Il debito dei paesi dell'America Latina, al contrario, rimane cospicuo anche al netto delle attività detenute presso banche all'estero.

Le dimensioni stesse delle attività e delle passività delle banche dichiaranti verso i paesi del Gruppo dei Dieci — che rappresentano ben oltre la metà del totale delle posizioni lorde verso l'estero — dimostrano l'importanza delle posizioni interbancarie entro quest'area e danno la misura dei fenomeni di duplicazione contabile che vi sono connessi. Più interessanti di quelle lorde sono le posizioni nette delle banche dichiaranti (cioè le attività meno le passività) nei confronti dei singoli paesi all'interno del gruppo. La cifra di maggior rilievo è senza dubbio quella di \$42,3 miliardi ottenuta per le passività delle banche dichiaranti nei confronti della Svizzera, indice del ruolo predominante svolto dalle banche svizzere dal lato dell'offerta nell'attività bancaria internazionale. Naturalmente, questa cifra *non* implica che tutti questi fondi siano provenuti da fonti interne alla Svizzera, ma che, a parte i residenti svizzeri, la loro fonte ultima può risalire a soggetti diversi dalle banche o a banche non dichiaranti al di fuori della Svizzera.

La seconda maggiore cifra netta nell'ambito dei paesi del Gruppo dei Dieci è rappresentata dai \$22,8 miliardi di crediti netti delle banche dichiaranti verso il Giappone, a causa soprattutto del forte indebitamento contratto dalle banche giapponesi sull'euromercato e negli Stati Uniti, e utilizzato in gran parte per finanziare il commercio internazionale del Giappone. Altra cifra sorprendente, ove si considerino le ingenti attività nette verso l'estero delle banche tedesche, è quella di \$3,3 miliardi di crediti netti registrati dalle banche dichiaranti nei confronti della Germania; ciò sembra largamente attribuibile al forte indebitamento netto del settore non bancario tedesco sull'euromercato.

Complessivamente, le attività e le passività delle banche dichiaranti verso i paesi europei non appartenenti al Gruppo dei Dieci si sono pressoché compensate. La struttura delle attività e passività si presenta tuttavia molto diversa da paese a paese ed anche le posizioni nei confronti dei singoli paesi hanno presentato forti differenze. Per quanto riguarda gli impieghi, il grosso di queste posizioni sembra riflettere prestiti diretti ai settori non bancari dei paesi in questione, mentre per le passività la maggior parte delle posizioni riguarda le banche, incluse le istituzioni monetarie ufficiali. In realtà, molti paesi di questo gruppo si valgono dell'euromercato non solo per esigenze di bilancia dei pagamenti o di finanziamento del settore pubblico, ma anche per investire le loro riserve internazionali e la loro liquidità. Naturalmente, gran parte delle riserve di questi paesi è anche detenuta in forma di depositi presso le banche degli Stati Uniti. I principali mutuatari netti sono stati la Finlandia, la Norvegia e la Danimarca, mentre la Spagna e l'Austria, nonostante il forte indebitamento lordo, sono risultate fornitrici nette di fondi.

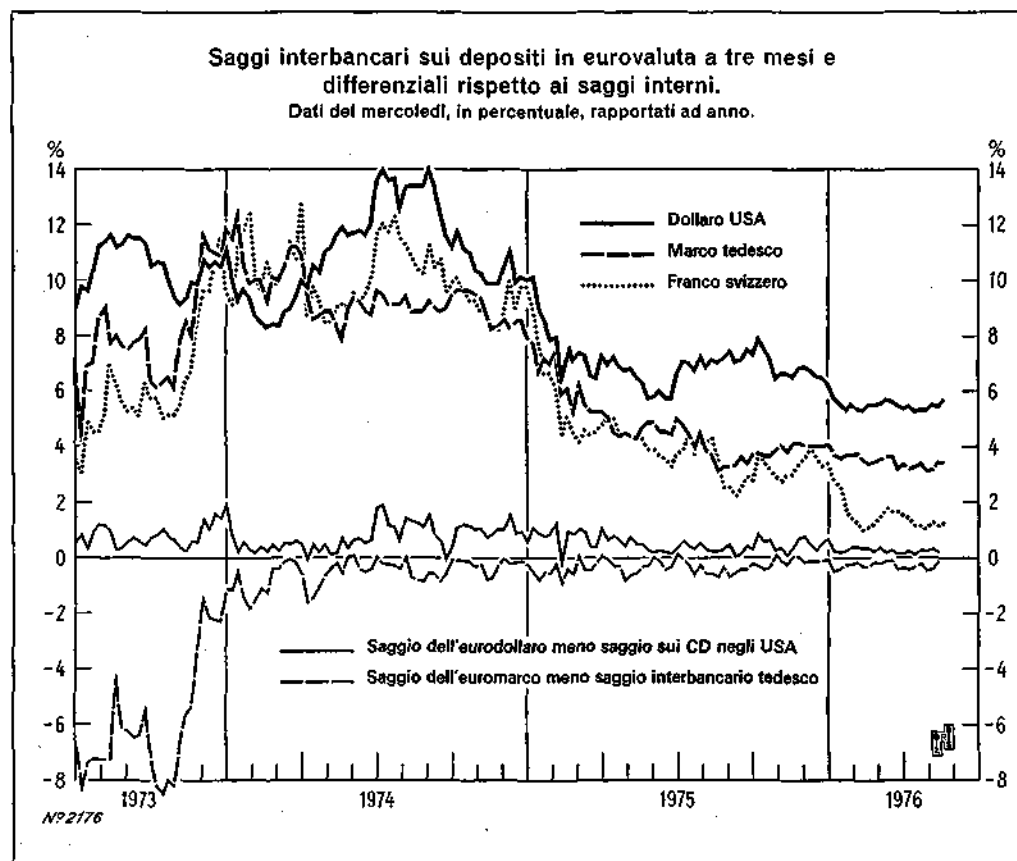
I gruppi "Altri paesi industriali" ed "Europa orientale" sono stati tutti prenditori netti di fondi bancari internazionali. Del debito lordo di \$22,3 miliardi dei paesi dell'Europa orientale, circa \$8-9 miliardi sembra siano imputabili al solo 1975 ed in alcuni di questi paesi il rapporto fra debiti ed esportazioni verso paesi non comunisti ha raggiunto un livello alquanto elevato.

I crediti delle banche dichiaranti verso i centri bancari *offshore* nell'area dei Caraibi e nei confronti di Singapore, Hong Kong, Libano e Liberia, sono ammontati a circa \$60 miliardi, mentre le passività hanno raggiunto quasi \$40 miliardi. La risultante posizione netta di \$20 miliardi riflette soprattutto il ruolo svolto da questi centri come collettori netti di fondi provenienti da banche negli Stati Uniti, in Canada e nei paesi europei del Gruppo dei Dieci e come fonte netta di credito ai paesi in via di sviluppo e a certi altri paesi. Le tre eccezioni a questa regola sono le Bermuda, la Liberia e il Libano: i \$2,6 miliardi di fondi che le banche dichiaranti hanno ricevuto dalle Bermuda sono provenuti soprattutto da società non bancarie ivi domiciliate; e i \$3,7 miliardi di crediti concessi alla Liberia riflettono principalmente prestiti alle compagnie di navigazione domiciliate in quel paese. Il ruolo del Libano è stato soprattutto quello di indirizzare i fondi dai paesi produttori di petrolio del Medio Oriente alle banche nei paesi del Gruppo dei Dieci.

I depositi dei paesi esportatori di petrolio presso le banche dichiaranti hanno raggiunto oltre \$50 miliardi, dopo un aumento stimato a \$8-9 miliardi circa nel 1975, mentre il loro indebitamento lordo totale è stato di appena \$14 miliardi. Il solo grosso mutuatario netto entro questo gruppo è stato l'Indonesia, il cui debito netto è ammontato a circa \$2 miliardi.

### I saggi d'interesse.

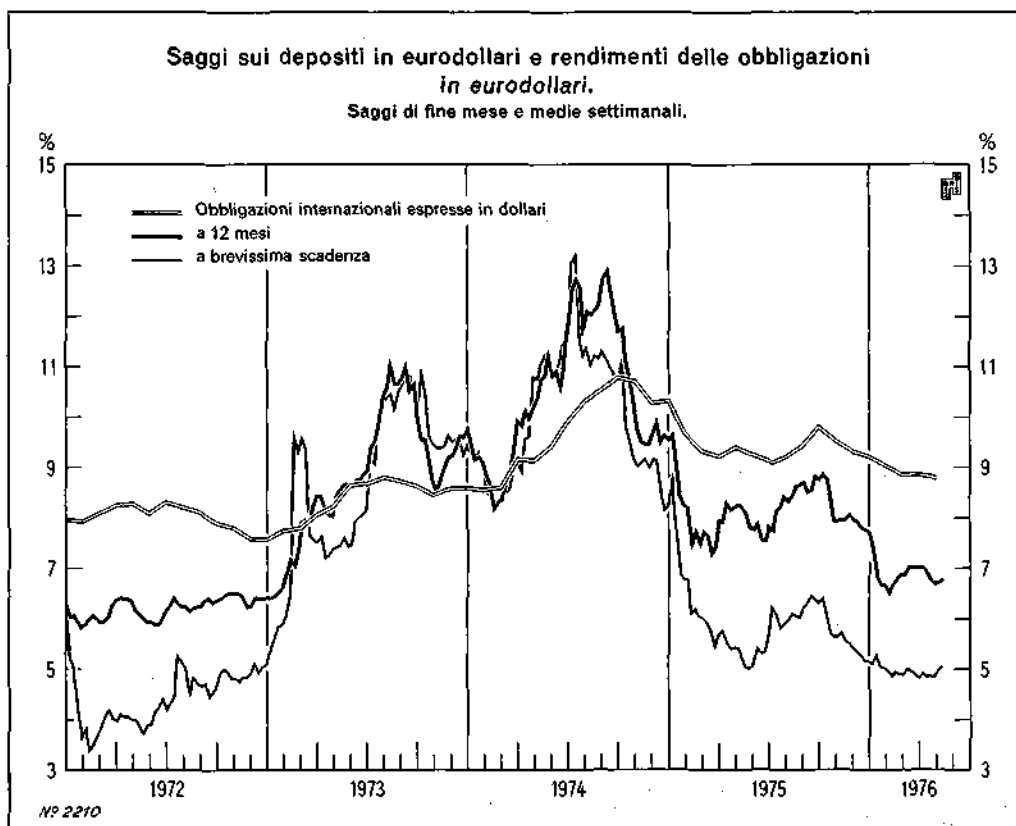
Rispecchiando le condizioni più distese dei mercati monetari nazionali e il ristabilirsi del clima di fiducia, nel 1975 i saggi sugli eurodepositi sono scesi dai livelli assai elevati raggiunti nei due anni precedenti.



All'inizio del 1975 il movimento discendente dei saggi dell'eurodollaro, iniziato nella tarda estate del 1974 in concomitanza con l'allentamento della stretta monetaria negli Stati Uniti, ha acquistato ulteriore slancio non appena il mercato ha percepito che la recessione era più acuta di quanto previsto. Il saggio interbancario a tre mesi, stabilizzatosi intorno al 10% negli ultimi mesi del 1974, ha subito un ulteriore forte calo e, agli inizi di febbraio, esso si situava al di sotto del 7%. Nonostante alcune successive reazioni verso l'alto, il movimento discendente è proseguito: all'inizio del giugno 1975 il saggio a tre mesi si trovava a quota 5,75 circa, cioè al livello minimo dal 1972 e di ben 8 punti percentuali al di sotto del massimo storico del luglio 1974. Ormai si era dissolta anche l'ultima delle nuvole incombenti sul mercato dopo la tempesta della metà del 1974: il premio offerto dalle eurobanche rispetto ai rendimenti dei certificati di deposito negli Stati Uniti, ancora oscillante all'inizio dell'anno intorno all'1%, era sceso al di sotto dello 0,50% e la struttura multisettoriale dei saggi d'interesse era quasi scomparsa.

Tuttavia, agli inizi dell'estate, i saggi dell'eurodollaro si sono rafforzati in linea con l'andamento del mercato interno degli Stati Uniti. Il saggio a tre mesi ha raggiunto una punta dell'8,25% all'inizio di ottobre per poi ricadere intorno al 6,50% in novembre. I saggi hanno ripreso il movimento discendente ai primi di dicembre e, dopo aver raggiunto un minimo del 5,25% verso la fine di gennaio, hanno fluttuato intorno a un livello di 5<sup>3</sup>/<sub>8</sub>% nei tre mesi seguenti. In maggio, tuttavia, con il rafforzarsi dei saggi d'interesse negli Stati Uniti, anche quelli sull'eurodollaro hanno ripreso a salire, e alla fine del mese erano al livello del 6,5%.

Grazie alla maggiore calma sui mercati dei cambi, i saggi dell'euromarco tedesco e dell'eurofranco svizzero, pur partecipando all'andamento calante delle quotazioni relative all'eurodollaro, hanno presentato una stabilità maggiore rispetto agli anni precedenti. Riflettendo le ampie eccedenze di liquidità interna della Svizzera e la continua fermezza del franco svizzero sul mercato dei cambi, la flessione è stata soprattutto pronunciata nel caso dei saggi dell'eurofranco, scesi all'1,5% agli inizi del 1976, rispetto all'11% di due anni prima. I saggi sui depositi in euromarchi hanno seguito assai da vicino il movimento dei saggi interbancari tedeschi. Il clima di stabilità e di distensione non è stato sempre condiviso dal mercato dell'eurofranco francese, per il quale durante i primi mesi del 1976 persino i saggi a dodici mesi sono balzati sporadicamente a livelli di due cifre, sotto l'impatto di attacchi speculativi portati alla moneta francese.



Il ritorno ad una relazione più normale fra i saggi a lungo e a breve termine sui mercati interni si è pure riflesso nelle curve di rendimento dei depositi in eurovaluta. Mentre per parte del 1973 e del 1974 i saggi a vista dell'eurodollaro avevano superato i rendimenti a dodici mesi, nell'aprile del 1975 questi ultimi erano di  $2\frac{1}{8}$  punti percentuali più elevati dei saggi a vista; e un anno dopo questo differenziale era ancora di circa 1,75 punti percentuali.

### Il mercato internazionale delle obbligazioni.

Così come in precedenza gli elevati tassi d'inflazione e l'impennata dei saggi d'interesse avevano colpito più gravemente il mercato delle euroobbligazioni che non la maggior parte dei mercati finanziari nazionali, anche il recupero del primo nel 1975 è stato molto più marcato. Il totale delle emissioni è salito a \$10,4 miliardi, rispetto ai \$4,5 miliardi del 1974, superando cioè di \$3,5 miliardi il precedente massimo del 1972. Il migliorato atteggiamento del mercato si è rispecchiato in modo sensazionale nella ripresa delle emissioni con sottoscrizione pubblica, passate dai \$1,6 miliardi del 1974 a \$6,9 miliardi; i collocamenti privati sono invece aumentati di meno del 20%.

**Emissioni obbligazionarie internazionali.<sup>1</sup>**

Aree e paesi mutuatari	Anni	Emissioni euroobbligazionarie				Emissioni all'estero			
		Totale	di cui			Totale	di cui		
			dollari USA	marchi tedeschi	collocamenti privati		negli Stati Uniti	in Svizzera	collocamenti privati
milioni di dollari USA									
Europa occidentale .	1973	2.080	1.120	550	500	980	50	730	490
	1974	1.460	460	380	810	1.490	370	660	1.200
	1975	4.680	1.360	1.850	1.490	2.980	890	1.820	1.360
Canada . . . .	1973	200	30	170	—	1.010	930	80	270
	1974	440	380	—	350	1.960	1.930	30	800
	1975	1.220	680	—	320	3.360	3.090	280	810
Stati Uniti . .	1973	820	710	50	130	500	—	400	110
	1974	110	100	—	10	80	—	80	30
	1975	310	220	—	80	140	—	40	120
Altri paesi industriali <sup>2</sup> .	1973	170	30	140	10	40	—	30	30
	1974	330	220	120	10	150	30	120	130
	1975	2.220	1.340	700	610	1.000	370	600	650
Resto del mondo <sup>3</sup> .	1973	440	350	70	240	750	510	30	200
	1974	140	120	—	10	740	650	20	460
	1975	510	230	120	180	480	460	20	240
Istituzioni internazionali	1973	890	650	20	540	2.050	—	270	1.240
	1974	2.040	1.800	150	1.770	3.370	610	80	2.640
	1975	1.410	1.050	300	810	3.860	1.930	610	1.340
Totale delle emissioni collocate . .	1973	4.600	2.890	1.000	1.420	5.310	1.490	1.540	2.340
	1974	4.520	3.080	650	2.960	7.790	3.590	990	5.260
	1975	10.350	4.980	2.970	3.490	11.820	6.740	3.370	4.520

<sup>1</sup> Fonti: BIRS e OCSE. <sup>2</sup> Australia, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa. <sup>3</sup> Compresi i paesi dell'Europa orientale.

Le emissioni estere convenzionali sui mercati nazionali, che nei due precedenti anni avevano avuto un andamento più favorevole rispetto alle euroobbligazioni, sono avanzate da \$7,8 miliardi nel 1974 a \$11,8 miliardi. Tali cifre sottovalutano tuttavia in certa misura l'espansione effettiva, in quanto i dati del 1974 erano stati gonfiati da \$2,1 miliardi di collocamenti privati della BIRS nei paesi esportatori di petrolio, mentre nel 1975 non si sono quasi verificati collocamenti di questo tipo. Anche in questo caso l'andamento del mercato è meglio rispecchiato dalle cifre relative ai collocamenti con sottoscrizione pubblica, saliti a \$7,3 miliardi rispetto ai \$2,5 miliardi del 1974. Più dell'85% delle emissioni complessive all'estero hanno trovato collocamento sui mercati di due paesi: gli Stati Uniti, dove il volume delle emissioni è salito di quasi il 90% raggiungendo i \$6,7 miliardi, e la Svizzera, dove l'indebitamento dell'estero è stato accolto di buon grado per ragioni legate alla bilancia dei pagamenti, e le emissioni — portandosi a \$3,4 miliardi — hanno fatto segnare un aumento del 240%. In Germania, paese in cui i mercati finanziari hanno avuto talvolta difficoltà nell'assorbire il forte disavanzo anticongiunturale del settore pubblico e dove le emissioni estere sono state quindi vietate per una parte dell'anno, i collocamenti esteri sono ammontati a soli \$0,6 miliardi.

Il fattore singolo di maggiore importanza che ha operato in favore del vivace risveglio dei mercati finanziari internazionali è stato la brusca flessione di natura congiunturale dei saggi d'interesse a breve rispetto ai precedenti massimi storici. Al tempo stesso gli investitori hanno tardato ad abbandonare l'atteggiamento pessimistico circa l'andamento di più lungo periodo dell'inflazione, cosicché i saggi a lungo termine sono scesi solo alquanto lentamente. Il risultato di questi due sviluppi è stato una sensazionale inversione di segno nei differenziali dei rendimenti: mentre durante parte del 1974 i saggi dei depositi a tre mesi in eurodollari avevano fatto premio di oltre 3 punti percentuali sui saggi delle euroobbligazioni, durante la maggior parte del 1975 i primi hanno avuto una quotazione di 3 punti percentuali inferiore ai rendimenti euroobbligazionari. Tale marcato spostamento negli incentivi ha favorito il mercato in due modi: in primo luogo esso ha attratto quei fondi di investitori non bancari che nell'anno precedente si erano diretti verso il mercato delle eurovalute; in secondo luogo (e ciò vale in particolare per il mercato delle euroobbligazioni) tale evoluzione ha infuso nuova linfa nei mercati secondari languenti, dove gli operatori hanno nuovamente potuto finanziare i loro portafogli obbligazionari ad un costo inferiore agli interessi fruttati dai titoli stessi.

D'altra parte, i timori di rinnovate pressioni inflazionistiche si sono riflessi in un aumento del numero di emissioni con saggi d'interesse indicizzati e in una netta preferenza per i titoli a breve scadenza. Se negli anni precedenti la maggior parte delle obbligazioni tendeva ad avere scadenze comprese fra i dieci ed i quindici anni, nel 1975 la preferenza degli investitori è stata per le obbligazioni con scadenza fra i cinque e i sette anni, mentre i titoli a più lungo termine sono stati collocati solo ad un costo più elevato e le emissioni ad oltre dieci anni sono state rare. Inoltre, questa riluttanza da parte degli investitori a prestare a lunga scadenza si è accompagnata ad una più accurata valutazione della affidabilità dei mutuatari, così come è testimoniato dai cospicui premi richiesti ai prenditori non di prima categoria e dalla predominanza di mutuatari di alta affidabilità provenienti da paesi industriali.

L'ammontare totale dei fondi raccolti da mutuatari privati e pubblici dei paesi industriali attraverso emissioni euroobbligazionarie oppure mediante le tradizionali

emissioni all'estero è salito da \$6,0 miliardi nel 1974 a \$15,9 miliardi, mentre le somme reperite dagli altri paesi e dalle istituzioni internazionali sono rimaste invariate al livello di \$6,3 miliardi.

Le emissioni dei paesi dell'Europa occidentale sono aumentate del 160%, portandosi a \$7,7 miliardi. Di questo importo \$4,7 miliardi sono stati raccolti sul mercato delle eurobligazioni e \$1,8 miliardi sul mercato svizzero. I collocamenti sul mercato degli Stati Uniti sono ammontati a soli \$0,9 miliardi. Le prescrizioni della Commissione Borsa e Titoli (SEC) e la scarsa familiarità degli investitori americani nei confronti dei mutuatari stranieri hanno continuato ad agire da ostacolo. Nell'ambito dell'area in parola i paesi con le maggiori quote d'indebitamento sono stati Francia (\$1,9 miliardi), Svezia (\$1 miliardo), Norvegia (\$0,9 miliardi), Austria (\$0,9 miliardi) e Regno Unito (\$0,7 miliardi).

Le emissioni internazionali da parte di enti pubblici e privati canadesi hanno raggiunto \$4,6 miliardi, superando abbondantemente i livelli precedenti. Tale massiccio ricorso ai mercati internazionali dei capitali, motivato dal netto aumento del disavanzo di parte corrente del Canada nel 1975 e da ampie esigenze di finanziamento per i programmi di spesa delle province canadesi, è stato incoraggiato dal livello relativamente alto dei saggi d'interesse interni e reso più facile dall'abolizione parziale della ritenuta fiscale sugli interessi pagati ai non residenti. Come di consueto i fondi sono stati in gran parte reperiti negli Stati Uniti; tuttavia, per la prima volta, anche le emissioni canadesi sul mercato delle eurobligazioni hanno assunto notevoli proporzioni, ammontando a \$1,2 miliardi.

I mutuatari degli Stati Uniti, la cui raccolta di fondi si era fortemente contratta nel 1974 in conseguenza della rimozione delle restrizioni per il riequilibrio della bilancia dei pagamenti, hanno continuato a rappresentare una quota abbastanza modesta nelle emissioni obbligazionarie internazionali. D'altra parte, le emissioni di altri paesi industriali sono fortemente salite, da \$0,5 miliardi nel 1974 a \$3,2 miliardi, di cui \$1,6 miliardi vanno ascritte al solo Giappone.

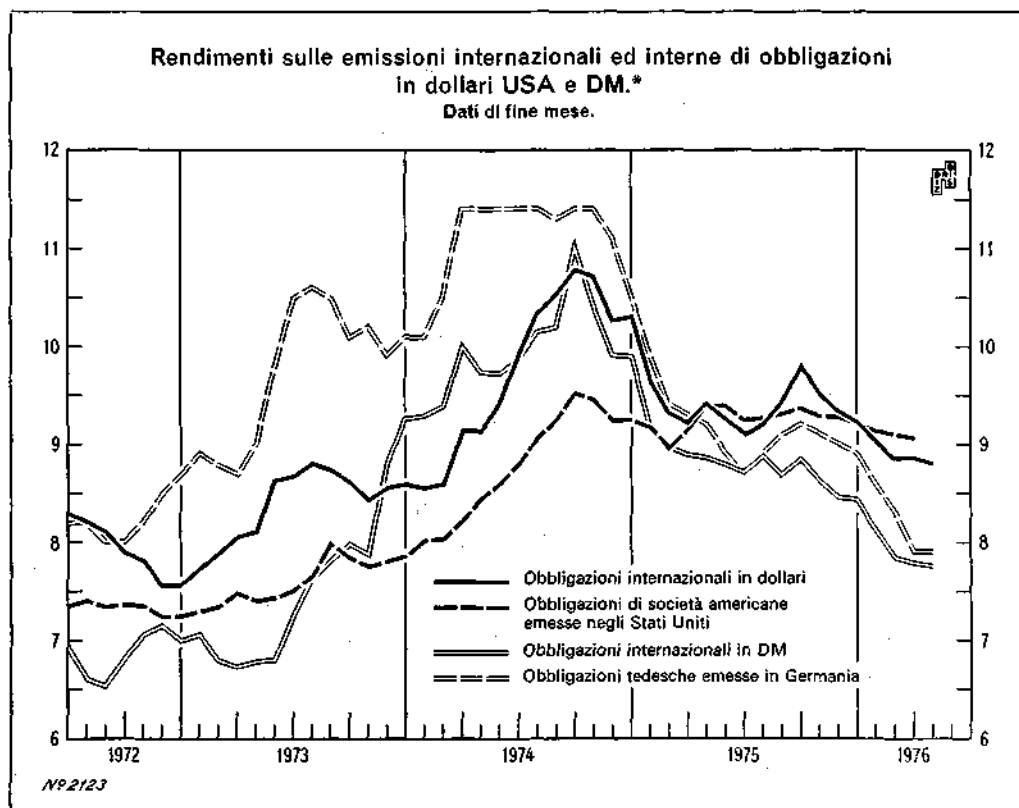
Dei \$1,0 miliardi raccolti dal resto del mondo, \$0,8 miliardi - cioè poco meno che nel 1974 - sono andati a mutuatari di paesi in via di sviluppo. I \$0,9 miliardi reperiti dai paesi in via di sviluppo nel 1974 comprendevano l'ammontare di \$0,6 miliardi ottenuti da Israele, mentre nel 1975 tale paese ha raccolto soltanto \$0,2 miliardi. Le emissioni di istituzioni internazionali, pari a \$5,3 miliardi, si sono mantenute all'incirca allo stesso livello del 1974; in particolare, la quota attribuibile alle istituzioni essenzialmente impegnate nella concessione di crediti ai paesi in via di sviluppo è stata di \$3,6 miliardi.

Nel mercato euroobbligazionario le considerazioni attinenti ai tassi di cambio hanno avuto un importante ruolo nel determinare la quota relativa attribuibile alle diverse monete di denominazione. Il dollaro USA ha mantenuto la sua posizione di testa, con il 47% delle emissioni complessive, benché ciò rappresenti una quota notevolmente inferiore a quella del 1974. Di fatto, nel primo semestre i collocamenti in marchi tedeschi stavano procedendo ad un livello più elevato costituendo il 42% delle emissioni globali. In luglio, tuttavia, la partecipazione delle istituzioni finanziarie tedesche alle emissioni in marchi è stata sospesa per motivi interni. Il conseguente arresto dei collocamenti in marchi tendeva a rallentare l'attività globale di emissione, ma esso è stato parzialmente compensato da una ripresa della componente in dollari USA del mercato in seguito alla migliorata posizione di questa



moneta sui mercati dei cambi, nonché dall'aumento della quota con denominazione in dollari canadesi in risposta ai più elevati tendimenti ed alle aspettative sui cambi. L'attività di emissione in marchi tedeschi è ripresa verso la fine dell'anno, dopo la revoca della sospensione, ma la quota delle emissioni denominate in marchi sull'offerta totale è rimasta sensibilmente inferiore a quella della prima metà del 1975. Altre componenti del mercato, come il fiorino e le unità di conto, hanno assorbito un rimarchevole volume di fondi, particolarmente nel primo semestre; l'interesse per queste obbligazioni a denominazione composita si è tuttavia piuttosto affievolito allorché il dollaro ha ripreso vigore. Si può infine notare il ritorno del franco francese in qualità di moneta di emissione, in conseguenza della sua stabilità sui mercati dei cambi per gran parte del 1975.

Nei primi mesi del 1976, i segni di un ulteriore rallentamento dell'inflazione e la conseguente aspettativa di un continuo aumento dei prezzi delle obbligazioni, nonché un nuovo ampliamento del differenziale tra i saggi a breve e a lungo termine hanno impresso ulteriore slancio ai mercati internazionali delle obbligazioni. Nei quattro mesi fino ad aprile il volume complessivo delle emissioni di obbligazioni all'estero e sull'euromercato ha superato \$11 miliardi e, rapportato all'anno, è stato del 50% superiore al 1975. Ancor più che nel 1975, il grosso delle nuove emissioni va ascritto ai paesi OCSE e alle istituzioni internazionali, con \$3,8 miliardi assorbiti dai soli mutuatari canadesi. Inoltre, \$1 miliardo è stato raccolto dalla Comunità economica europea per essere rimutuato all'Italia e all'Irlanda.



\* I rendimenti delle obbligazioni USA interne sono calcolati secondo la scadenza finale, gli altri secondo la scadenza media.

Sul mercato delle euroobbligazioni la quota di emissioni denominate in dollari, pari al 61%, è stata notevolmente superiore al 1975, in quanto la domanda di tali obbligazioni ha beneficiato della pronunciata debolezza sui mercati dei cambi di diverse importanti monete europee. Le emissioni in marchi tedeschi e dollari canadesi hanno rappresentato il 21 e 12% rispettivamente del volume totale.

Dopo essere salite dal 7,75% dell'inizio del 1973 fino al massimo del 10,75% nell'estate del 1974, i rendimenti delle obbligazioni in eurodollari sono ridiscesi al 9% circa nel giugno del 1975 — un livello pur sempre elevato se si considera la gravità della recessione. Durante i mesi immediatamente successivi essi sono leggermente saliti in linea con l'aumento temporaneo dei saggi d'interesse a breve del dollaro, per poi riprendere il movimento discendente in ottobre, e nell'aprile 1976 i rendimenti superavano leggermente l'8,75%. Il calo dei rendimenti delle euroobbligazioni in dollari si è contrapposto alla quasi-stabilità dei corrispondenti saggi interni USA e, come ritardata reazione alla revoca delle restrizioni per il riequilibrio della bilancia dei pagamenti americana, i rendimenti delle euroobbligazioni in dollari sono scesi per la prima volta leggermente al di sotto di quelli delle obbligazioni interne USA. Dato l'ottimismo degli investitori sulle prospettive di stabilità dei prezzi in Germania, i rendimenti delle euroobbligazioni in marchi hanno registrato una flessione più accentuata di quelli delle euroobbligazioni in dollari, e il loro movimento discendente sarebbe stato probabilmente più accentuato se durante il 1974 ed il 1975 non vi fosse stato un progressivo allentamento delle restrizioni tedesche tese a scoraggiare l'afflusso di capitali. In conseguenza di tale mutamento, il disaggio dei rendimenti delle euroobbligazioni denominate in marchi rispetto ai rendimenti delle obbligazioni nazionali tedesche, che a metà del 1973 superava ancora i tre punti percentuali, si è ridotto nel 1975 a circa  $\frac{3}{8}$  di punto percentuale.

## VII. LA SCENA MONETARIA INTERNAZIONALE.

Questo capitolo passa in rassegna i principali sviluppi monetari internazionali nel corso dell'ultimo anno e mezzo. Il primo paragrafo descrive l'evoluzione dei tassi di cambio delle principali monete con particolare riferimento al recupero del dollaro e alle perturbazioni sui mercati dei cambi europei nel periodo gennaio-marzo 1976. I cambi fluttuanti vengono inoltre considerati in una prospettiva più lunga che non il trascorso anno e mezzo, in quanto si tenta di valutare, rispetto a sette importanti paesi, sia la misura in cui la fluttuazione può aver contribuito ad un miglior equilibrio delle bilance dei pagamenti sia se l'andamento dei cambi è stato in linea con quello delle forze economiche di fondo. Nel secondo paragrafo si esamina l'espansione delle riserve globali che nel 1975 è stata meno rapida, soprattutto a causa della riduzione nell'avanzo delle partite correnti dei paesi dell'OPEC e si esprimono alcune considerazioni sull'adeguatezza dell'attuale livello della liquidità internazionale. In terzo luogo, si analizza la produzione aurea e gli sviluppi sul mercato dell'oro nel 1975, il cui aspetto più rilevante è stato il calo della domanda di oro per investimento e del suo prezzo di mercato. Infine, viene fornita una sintesi delle decisioni prese a Washington e alla Giamaica dal Comitato ad interim del Consiglio dei governatori del Fondo monetario internazionale, analizzandone il significato ai fini del funzionamento del sistema monetario.

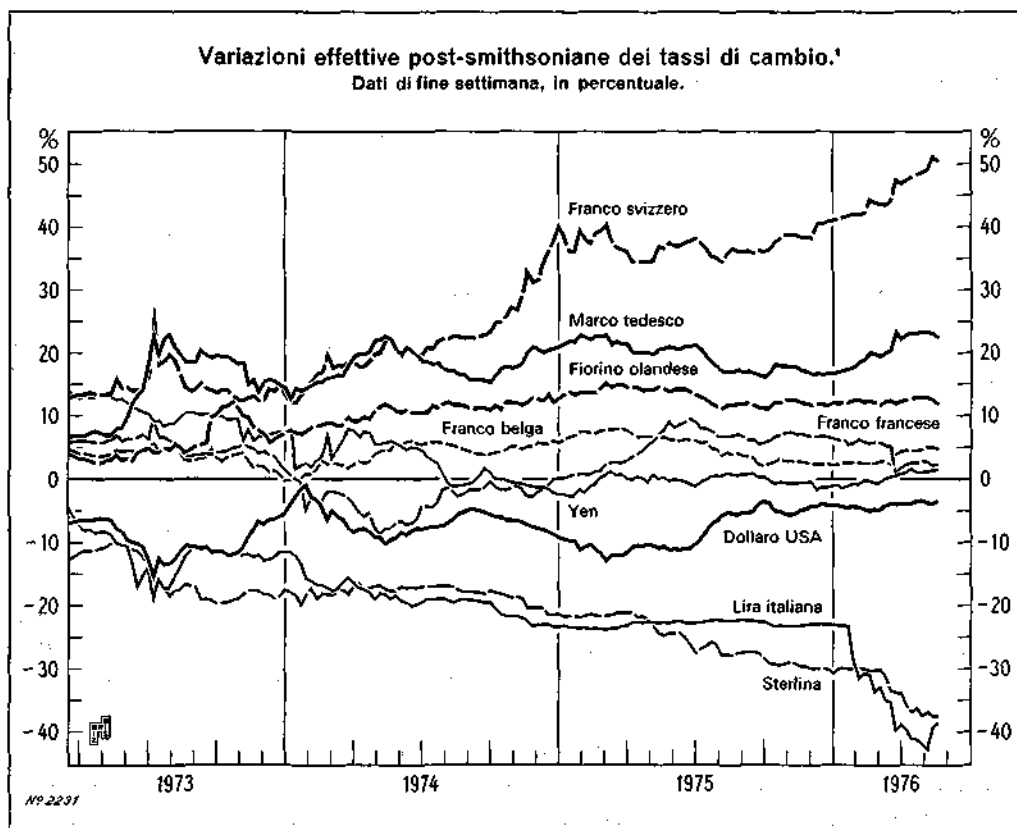
### Andamenti dei tassi di cambio.

Gli andamenti dei tassi di cambio delle principali monete durante il 1975 e nei primi mesi del 1976 presentano un quadro multiforme. Tra gli aspetti positivi va registrato il recupero del dollaro USA durante l'estate scorsa e la sua successiva stabilità sia in termini effettivi sia nei confronti delle monete del "serpente". Ciò è stato molto opportuno non solo per la moneta interessata ma anche per la stabilità dei cambi in generale. Tra gli aspetti negativi vanno annoverate le perturbazioni sui mercati dei cambi iniziate a metà gennaio del 1976, che hanno accentuato le tendenze centrifughe delle principali monete, manifestatesi fin dal crollo del sistema dei cambi fissi. La lira e la sterlina hanno entrambe registrato cali molto bruschi quest'anno, mentre il franco francese, che a metà del 1975 era rientrato nel gruppo delle monete europee a fluttuazione congiunta, ne è riuscito nel mese di marzo. Parallelamente a tali sviluppi, le più forti monete europee, e in particolare il franco svizzero, hanno registrato ulteriori apprezzamenti.

*Le fluttuazioni dei tassi effettivi di cambio nel 1975-76.* Alla fine del 1974 il dollaro USA, su una base ponderata secondo il commercio con l'estero, era ad un livello inferiore del 9,5% circa a quello smithsoniano, essendo calato all'incirca del 4,5% dalla fine di agosto del 1974. Nonostante i sintomi di un miglioramento in atto nella bilancia delle partite correnti, il movimento discendente è continuato fino alla fine del febbraio 1975, quando il deprezzamento ha toccato il 13%, ovvero un livello non lontano dal minimo del luglio 1973. Le autorità statunitensi, tedesche e svizzere sono allora pervenute ad un accordo informale inteso a contrastare il movimento al ribasso del dollaro attraverso interventi coordinati sul mercato. Quasi subito il

dollaro ha cominciato a migliorare e tale movimento ha acquistato slancio verso la metà dell'anno, quando il mercato ha finalmente preso atto della maggior solidità della bilancia delle partite correnti USA, mentre simultaneamente si è avuto un inasprimento temporaneo della politica monetaria USA. Verso la fine di settembre il deprezzamento complessivo del dollaro rispetto al livello smithsoniano era sceso a soli 3,5 punti percentuali. Da allora, e prescindendo da un indebolimento (del 2%) di breve durata in ottobre, conseguente alle difficoltà finanziarie di New York, il tasso di cambio effettivo del dollaro è rimasto alquanto stabile e alla fine di aprile del 1976 era assai prossimo al livello di fine settembre 1975.

Il recupero del dollaro ha in parte comportato movimenti corrispondenti di segno opposto delle monete del "serpente". Alla fine del 1975 l'apprezzamento del marco tedesco ponderato in base al commercio con l'estero era sceso al 16,7% (6 punti percentuali in meno rispetto al massimo di fine febbraio 1975). Persino il franco svizzero, che durante l'estate del 1975 era diminuito meno delle monete del "serpente" nei confronti del dollaro, a fine anno superava solo di 1 punto il suo livello di fine febbraio. Quanto alle due principali monete europee non partecipanti alla fluttuazione congiunta, il deprezzamento della sterlina è aumentato durante il 1975 quasi del 12%, fino a raggiungere il 30% circa, mentre quello della lira è rimasto praticamente invariato ad appena più del 23%, nonostante il continuo rapido aumento dei salari e dei prezzi in Italia. Il ribasso della sterlina, fino a quasi il 28%, ha avuto luogo prevalentemente tra l'inizio di aprile e quello di luglio, quando l'in-



<sup>1</sup> Fonte: Banca d'Inghilterra.

flazione aveva raggiunto un tasso annuo del 30% e prima che venisse introdotta una nuova politica dei redditi. Quest'ultima ha determinato una temporanea ripresa della sterlina, ma a fine novembre è seguito un ulteriore calo fino ad un deprezzamento del 30%.

Le perturbazioni sui mercati dei cambi nel 1976 hanno avuto inizio con la lira. Durante l'ultimo trimestre del 1975 la bilancia dei pagamenti era tornata notevolmente in passivo e quando il governo si è dimesso, il 9 gennaio 1976, la lira è stata soggetta a forti pressioni. In quel momento le riserve in valuta superavano di poco \$1 miliardo e due settimane dopo, quando le riserve medesime erano ormai prossime all'esaurimento, è stato sospeso l'intervento ufficiale sul mercato dei cambi fino agli inizi di marzo. Durante questo periodo il deprezzamento è salito a circa il 35%. Nonostante ulteriori consistenti interventi in marzo e nella prima metà di aprile, la lira ha continuato a calare, raggiungendo un massimo assoluto di deprezzamento pari a circa il 43% poco prima che venisse introdotto, il 6 maggio, un deposito obbligatorio del 50% su praticamente tutti i pagamenti in valuta estera. Da allora, essendosi verificata una certa ripresa della lira, il deprezzamento è sceso in prossimità del 38% e rispetto al dollaro il tasso di cambio è passato da lire 915 a 845.

La sospensione del sostegno ufficiale della lira, in concomitanza con previsioni di un pesante disavanzo commerciale per il 1976, ha suscitato forti pressioni sul franco francese. In precedenza, nel luglio 1975, il franco era rientrato nel "serpente" allo stesso tasso centrale con le altre monete partecipanti esistente nel gennaio del 1974, allorché il franco ne era uscito. Nel frattempo, tuttavia, il suo apprezzamento post-smithsoniano, ponderato in base al commercio con l'estero, era salito da circa zero a quasi l'8%. Ciò era stato determinato dall'effetto congiunto di un sensazionale rafforzamento della bilancia commerciale, di ingenti afflussi di capitali, di cui una parte è andata ad incrementare le riserve, e di una politica monetaria interna relativamente restrittiva. Il tasso di inflazione francese continuava però ad essere alquanto elevato, specie se raffrontato a quello tedesco. Successivamente, nel corso del 1975, la politica monetaria è stata allentata e il saldo commerciale si è deteriorato. Verso la fine di gennaio e all'inizio di febbraio un consistente sostegno ufficiale, insieme alla ferma dichiarazione delle autorità francesi e tedesche di non ritenere necessario un aggiustamento della parità tra franco e marco tedesco, ha fatto sì che verso la metà di febbraio le tensioni si attenuassero. Quando agli inizi di marzo la sterlina ha ricominciato a calare, il franco è stato oggetto di nuove pressioni e il 15 marzo, dopo che le riserve avevano subito perdite complessive per \$3 miliardi, è stato deciso di abbandonare il "serpente". Ciò non ha comportato in realtà alcun sostanziale calo del tasso di cambio del franco, tranne che per alcuni giorni. A fine maggio il tasso effettivo era sceso solo di 2,75 punti percentuali al di sotto del livello di metà marzo.

Il terzo elemento della crisi valutaria è stato l'ulteriore sensazionale calo della sterlina, iniziato nella prima settimana di marzo. Da allora sino alla fine di aprile, il deprezzamento ponderato in base al commercio con l'estero è salito dal 30% a circa il 37%, nonostante interventi ufficiali complessivi per quasi \$3 miliardi. Sebbene agli inizi di maggio fosse divenuto evidente che la politica dei redditi, introdotta nell'agosto 1975, sarebbe stata rafforzata e continuata per un altro anno, le pressioni sulla sterlina sono proseguite e alla fine del mese il deprezzamento aveva quasi raggiunto il 40%.

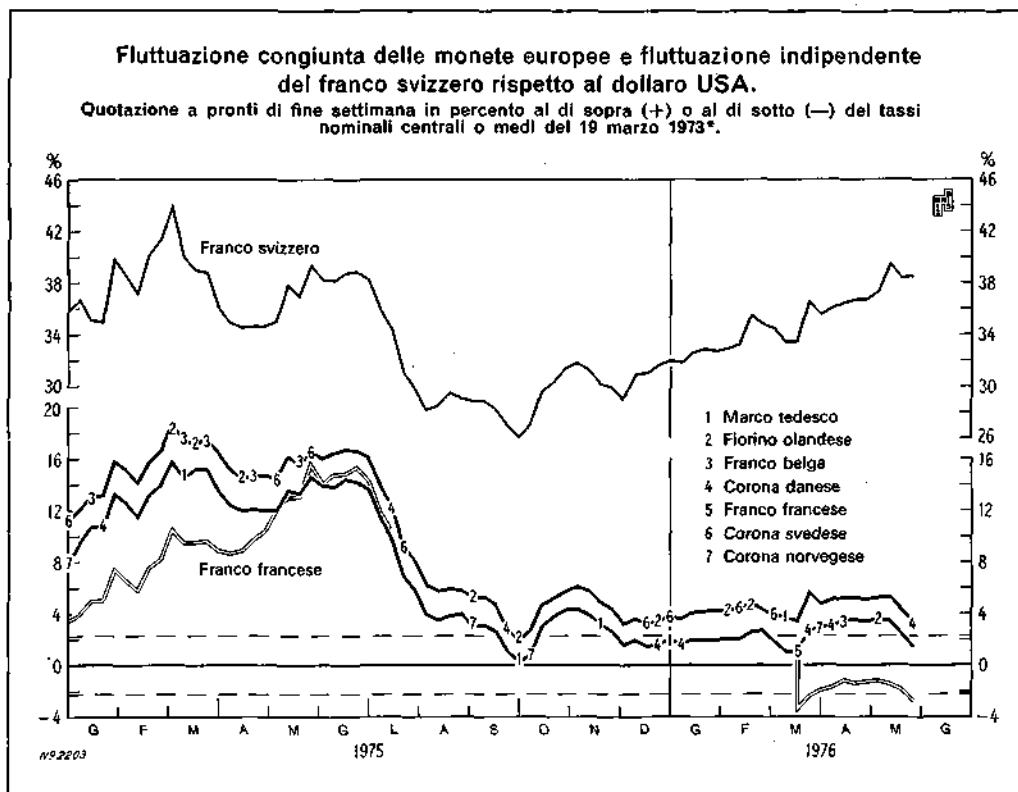
In contrapposizione a tali andamenti, il franco svizzero e, in misura minore, il marco tedesco e le altre monete del "serpente" hanno registrato apprezzamenti a partire da gennaio. Nel caso del franco svizzero, l'apprezzamento medio ponderato è passato dal 41% degli inizi di gennaio al 49% a fine aprile e nel mese di maggio è aumentato di un ulteriore 3,5%. Con ciò l'apprezzamento complessivo del franco svizzero dalla fine del 1974 è salito al 10%, nonostante consistenti interventi ufficiali per contenerne l'ascesa.

L'apprezzamento del marco tedesco dalla metà di gennaio 1976 è stato molto minore (dal 17 al 22%) e pertanto il marco è sceso del 6% al di sotto della parità con il franco svizzero. Nell'ambito del "serpente" la crisi del franco francese ha coinvolto il franco belga; tuttavia, interventi sul mercato, abbinati a restrizioni monetarie e valutarie, hanno posto sotto controllo la situazione verso la fine di marzo, e successivamente si è avuto un netto miglioramento. Nell'arco dell'intero periodo dalla fine del 1974 a fine aprile 1976 i movimenti del tasso di cambio effettivo del franco belga sono stati relativamente contenuti. Tra marzo e settembre del 1975 l'apprezzamento post-smithsoniano complessivo è diminuito dal 7,9 al 2,3%, in concomitanza con la ripresa del dollaro, e verso la fine del maggio 1976 si trovava al 4%.

Di fronte al recupero del dollaro, anche i movimenti dei tassi di cambio effettivi delle altre principali monete sono stati per lo più abbastanza limitati nel periodo sotto rassegna. L'apprezzamento del fiorino è variato tra l'11 e il 15% e quello della corona svedese tra l'1,6 e il 7,8%. Lo yen è passato da un deprezzamento effettivo del 2,5% alla fine del 1974 ad un apprezzamento effettivo dell'1,5% a fine maggio 1976. L'ampiezza della banda di oscillazione dagli inizi del 1975 ha superato di poco l'1%. Il dollaro canadese invece, rispecchiando il suo legame con il dollaro USA, è passato da un deprezzamento ponderato in base al commercio con l'estero di poco più del 5% nel maggio del 1975 ad un apprezzamento del 4,75% un anno dopo. A differenza del recupero del dollaro USA, tale variazione è dovuta ad afflussi di capitali, mentre il disavanzo delle partite correnti è di fatto aumentato. Anche la distribuzione nel tempo dell'apprezzamento è stata diversa, in quanto oltre metà di esso è avvenuto nel 1976.

*La fluttuazione congiunta delle monete europee.* Il grafico seguente, che rappresenta l'andamento della fluttuazione congiunta delle monete europee dalla fine del 1974, delinea chiaramente la ripresa e la successiva maggiore stabilità del dollaro USA cui si è accennato in precedenza. Quando, agli inizi di marzo del 1975, il dollaro attraversava la fase di maggior debolezza, le monete del "serpente" si collocavano in una fascia dal 16,5 al 18,75% al di sopra dei loro tassi centrali nominali rispetto al dollaro. Il successivo recupero del dollaro è avvenuto in due fasi. Durante la prima, protrattasi dagli inizi di marzo alla fine di aprile, la fascia del "serpente" ha registrato un calo del 4% circa, ma nel mese successivo quasi metà di questo calo è stata recuperata. Nella seconda e decisiva fase, che abbraccia i tre mesi e mezzo successivi alla metà di giugno, il dollaro si è apprezzato di circa il 14,5% rispetto al "serpente" e la maggior parte di questo movimento è avvenuta in luglio. Alla fine di settembre la fascia del "serpente" si estendeva dallo 0,5 a poco meno del 2% al di sopra dei tassi centrali nominali delle monete partecipanti rispetto al dollaro. A quell'epoca essa era ritornata nella posizione da cui l'intero ciclo aveva preso avvio esattamente un anno prima. E' quindi seguito il già menzionato calo del dollaro in ottobre, parzialmente neutralizzato in novembre. Da allora e per la durata di sei mesi il "ser-

pentente” si è mosso entro ristretti limiti rispetto al dollaro, con le monete partecipanti comprese in una fascia superiore di alcuni punti percentuali ai tassi centrali nominali con il dollaro.



\* Per Germania, Paesi Bassi e Norvegia i calcoli sono basati sui tassi centrali fissati rispettivamente il 29 giugno, il 15 settembre ed il 16 novembre 1973.

All'interno del "serpente" i principali sviluppi nel 1975 sono stati l'indebolimento del marco tedesco e il rientro del franco francese. Dopo essere stato al limite superiore della fascia agli inizi dell'anno, il marco era stato sospinto in basso durante il mese di marzo a causa di deflussi di capitale, proprio quando stava avviandosi il recupero del dollaro. Fino allo scoppio della crisi valutaria del 1976 il marco ha continuato ad essere debole e per considerevoli periodi è rimasto al limite inferiore del "serpente". Va aggiunto che durante il 1975, sebbene la fascia del "serpente" raggiungesse talora la sua larghezza massima, il volume degli interventi nelle monete partecipanti a sostegno del marco o di altre monete è stato alquanto limitato. In larga misura il "serpente" è stato controllato attraverso interventi in dollari sui cambi. Inoltre, il marco ha ricevuto nella primavera ed estate del 1975 un consistente sostegno da parte della Federal Reserve Bank di New York che ha riacquisito \$0,8 miliardi di marchi, attinti sulla linea di *swap* durante la fase di debolezza del dollaro nel periodo dal settembre 1974 al marzo 1975.

Il franco francese è rientrato nel "serpente" l'11 luglio dopo diciotto mesi di assenza. In tre settimane raggiungeva le monete belga, olandese, danese e svedese al limite superiore della fascia per poi rimanere sostenuto per il resto dell'anno.

Per quanto riguarda il "serpente", la crisi valutaria di gennaio-marzo può suddividersi in tre fasi. La prima, durante la quale il marco tedesco è ritornato all'estremità superiore del "serpente" e il franco francese è stato soggetto a pressioni, pur non scendendo all'estremità inferiore (la corona danese rimaneva la moneta più debole), è durata dal 21 gennaio al 13 febbraio. A questo punto il mercato è stato temporaneamente rassicurato dalla dichiarazione franco-tedesca che non vi sarebbe stata variazione nel rapporto tra il franco e il marco tedesco. La seconda fase è iniziata il 5 marzo, quando il franco francese si è di nuovo indebolito, in seguito alle improvvise pressioni sulla sterlina. Il marco tedesco è stato di nuovo alla estremità superiore del "serpente" e il franco francese a quella inferiore per la maggior parte del tempo fino al 15 marzo, quando ha abbandonato la fluttuazione congiunta. Contemporaneamente, le pressioni sul franco belga entro il "verme" del Benelux hanno condotto alla sospensione di questo accordo ed i margini di fluttuazione tra il franco belga e il fiorino olandese sono divenuti uguali a quelli fra tutti gli altri partecipanti alla fluttuazione congiunta. Nella terza fase, che è seguita immediatamente, l'impatto delle pressioni del mercato si è trasferito al franco belga e alla corona danese. Tuttavia, risoluti provvedimenti per sostenere entrambe le monete hanno prontamente posto fine alla crisi il 22 marzo e, alla fine del mese, l'ampiezza del "serpente" si era ridotta a meno del 2%. Durante aprile e maggio essa è rimasta inferiore ai margini di oscillazione massimi, restando il marco tedesco costantemente all'estremità superiore della fascia e il fiorino olandese nella posizione di moneta più debole del gruppo dalla fine di aprile in poi.

*La fluttuazione in una prospettiva a più lungo termine.* Le gravi perturbazioni sui mercati europei nei primi mesi del 1976 e, più in generale, la crescente divergenza tra gli andamenti dei tassi di cambio dall'inizio della fluttuazione sollevano almeno due quesiti. La fluttuazione ha contribuito ad un migliore aggiustamento delle bilance dei pagamenti, ha cioè attenuato i forti squilibri che caratterizzavano gli assetti delle bilance dei pagamenti dei paesi industriali agli inizi degli anni Settanta? Ed inoltre, la tendenza dei tassi di cambio ha corrisposto in generale all'andamento divergente dei tassi di inflazione?

Il grafico a pagina 108 tenta di chiarire tali quesiti attraverso la rappresentazione dell'andamento nel lungo periodo delle partite correnti e dei tassi di cambio ponderati in base al commercio con l'estero di sette maggiori paesi industriali dalla fine del 1969, confrontandoli ai movimenti di tre indicatori dei tassi relativi di inflazione di questi paesi, i prezzi al consumo, i prezzi industriali all'ingrosso e i costi unitari del lavoro nell'industria manifatturiera. Vi sono indubbiamente quesiti cui questo grafico non può pretendere di rispondere. Innanzitutto, non si sottolineerà mai abbastanza che raffronti di questo genere non forniscono una base per previsioni sul futuro andamento dei tassi di cambio. In effetti, i cambi vengono determinati dall'offerta e dalla domanda complessive di ogni singola moneta; e queste sono il risultato non solo di transazioni commerciali, ma anche di transazioni invisibili e di flussi di capitali, che possono svolgere un ruolo predominante, non solo in periodi di speculazione. Inoltre, pur se ci si concentra esclusivamente sugli scambi commerciali, i tre indicatori rappresentati nei grafici forniscono un'impressione solo approssimativa delle variazioni nelle posizioni concorrenziali relative. La scelta sia del periodo di base sia degli indici è difficile, i dati statistici sono imperfetti e non facilmente confrontabili tra i diversi paesi; esistono svariati metodi nel ponderare gli



indici e taluni di essi — ad esempio quello riportato nel grafico dei costi relativi unitari del lavoro — possono essere soggetti ad influenze cicliche che non solo sono forti ma variano anche considerevolmente tra i paesi. Inoltre, le posizioni concorrenziali sono influenzate, oltre che dai prezzi e dai costi, da vari altri fattori quali i tempi di consegna, l'elasticità dell'offerta, la disponibilità e il costo del finanziamento alle esportazioni e così via. Per tutte queste ragioni i dati illustrati nei grafici devono essere interpretati con grande cautela.

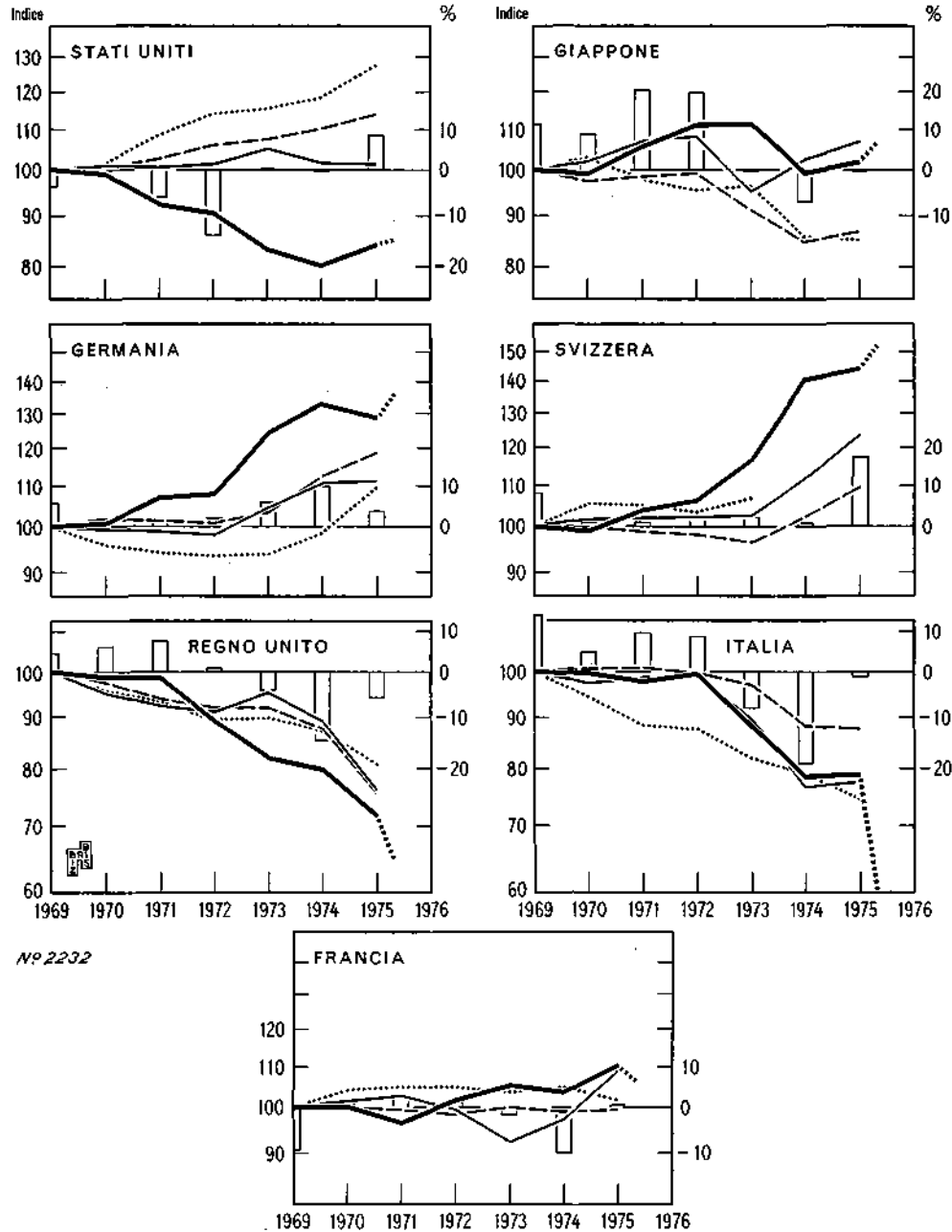
Uno sguardo alle situazioni delle partite correnti ed al loro andamento fornisce, pur tenendo conto degli effetti del rincaro del petrolio, una risposta non univoca al quesito se i tassi di cambio fluttuanti abbiano contribuito o meno ad un miglior funzionamento del processo di aggiustamento. Per ragioni che sono state spiegate nel Capitolo V, il solo 1975 non può essere assunto come metro per valutare la posizione effettiva dei paesi sulla base delle partite correnti, poiché in presenza di forti fluttuazioni cicliche, gli effetti di reddito superano probabilmente gli effetti di prezzo. Prendendo invece la media degli ultimi due o tre anni, il grafico per gli Stati Uniti e il Giappone suggerirebbe comunque una certa connessione tra l'evoluzione della bilancia delle partite correnti e quella dei tassi di cambio. Così, negli Stati Uniti il disavanzo, delle partite correnti durato fino al 1972, si è trasformato, nel 1973-74, in una posizione pressoché equilibrata e poi, nel 1975, in un forte avanzo, mentre in Giappone l'elevatissima eccedenza agli inizi degli anni Settanta è sparita. In alcuni altri paesi, tuttavia, non è avvenuto nulla di tutto ciò: nonostante un rilevante calo dei loro tassi di cambio, tanto il Regno Unito quanto l'Italia sono rimasti paesi in disavanzo, mentre sia la Germania sia la Svizzera, nonostante il notevole apprezzamento delle loro monete, sono rimasti paesi eccedentari.

Anche al secondo quesito, e cioè se l'andamento dei tassi di cambio sia stato in linea con i tassi relativi di inflazione, il grafico offre nuovamente una risposta non univoca. In alcuni dei paesi europei ad economia molto aperta, dove i salari rispondono rapidamente alle variazioni dei prezzi, i tassi di cambio e gli indici della posizione concorrenziale si sono mossi approssimativamente nella stessa direzione. Ciò è avvenuto nel Regno Unito e in Italia, ma anche in Germania e Svizzera. Tuttavia, non vi è un nesso causale a senso unico che colleghi questi movimenti dei tassi di cambio, dei costi e dei prezzi. Indubbiamente, le pressioni autonome dei costi e dei prezzi interni, come già detto altrove nella Relazione, sono state più forti in Italia e nel Regno Unito che non in Germania e Svizzera; mentre vale l'opposto per quanto riguarda la reazione delle autorità a tali pressioni. Al tempo stesso, tuttavia, una moneta in fase di apprezzamento tende ad alleviare il peso delle pressioni medesime e a rendere più agevole il compito di mantenere una ragionevole stabilità dei prezzi, mentre una moneta che si sta deprezzando agisce in senso contrario. Pertanto, deve essersi sviluppata una sorta di circolo vizioso e virtuoso, ma ciò naturalmente, non riduce affatto il ruolo avuto dalle politiche nella caduta di un paese nel circolo vizioso e nella sua incapacità di uscirne. Inoltre l'impressione grafica è che in taluni casi apprezzamenti e deprezzamenti abbiano "oltrepassato la misura" in rapporto ai costi e prezzi relativi. E tale impressione è confermata da quanto è dato conoscere sull'ampiezza delle pressioni speculative su talune monete.

A questi quattro casi si contrappongono quelli degli Stati Uniti e del Giappone, paesi in cui i movimenti dei tassi di cambio effettivi sono meno chiaramente correlati con quelli degli indicatori dei costi e dei prezzi. Per quanto riguarda gli Stati Uniti,

**Alcuni paesi industriali: variazioni nei tassi di cambio effettivi, nei prezzi e costi relativi\*, e nei saldi di parte corrente delle bilance dei pagamenti. Anni 1970-76**

Scala sinistra: — Tassi di cambio effettivi — Prezzi relativi al consumo  
 — Prezzi relativi all'ingrosso dei prodotti industriali ..... Costi salariali relativi per unità di prodotto nell'industria  
 Scala destra: □ Saldo delle partite correnti espresso in percentuale delle entrate lorde per esportazioni di merci e servizi ± il saldo dei trasferimenti unilaterali



N° 2232

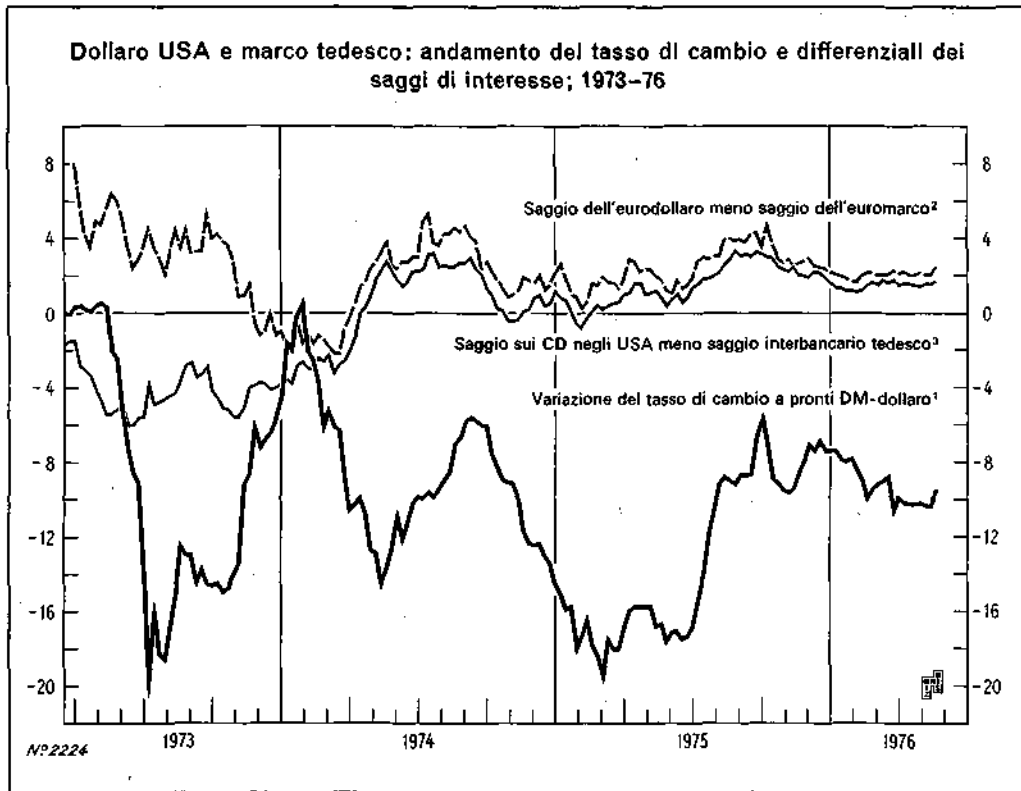
\* Indici: 1969 = 100. Per i prezzi cifre di fine d'anno; per i costi di lavoro medie annue.  
 Nota: Gli indici dei prezzi per i singoli paesi del Gruppo dei Dieci mostrano le relazioni intercorrenti fra l'andamento dei prezzi negli altri paesi, ponderati in base al commercio con l'estero del paese in questione, e i prezzi di questo. Se ad esempio l'indice si porta al di sopra di 100, ciò significa che, in rapporto alla fine del 1969, i prezzi ponderati negli altri paesi del Gruppo dei Dieci sono saliti in misura superiore a quella del paese considerato. Lo stesso vale per gli indici dei costi unitari di lavoro.

si possono azzardare tre osservazioni. Innanzitutto, un sostanziale miglioramento nella posizione competitiva era certamente necessario alla fine degli anni Sessanta ed è certo che da allora si è verificato. In secondo luogo, l'evoluzione dei costi unitari relativi del lavoro nell'industria manifatturiera, tracciata nel grafico, dà un'immagine assai ingrandita del miglioramento avvenuto, in quanto una buona parte di esso è stato di natura ciclica ed è derivato dal fatto che negli Stati Uniti l'occupazione reagisce più prontamente a flessioni nella produzione che non in altri paesi. In terzo luogo, i movimenti di capitali, per gran parte del periodo successivo al marzo 1973, possono certamente aver avuto la tendenza a limitare più del consueto l'effetto sul tasso di cambio del dollaro del miglioramento nella posizione competitiva e nelle partite correnti — in parte come conseguenza di una perdita di fiducia nel dollaro associata al crollo del sistema di Bretton Woods, e in parte per effetto della liberalizzazione nel 1974 dei deflussi di capitali. D'altra parte, il deterioramento delle partite correnti USA dalla fine del 1975 è stato accompagnato da un leggero apprezzamento del tasso effettivo del dollaro, in seguito a movimenti di capitali compensativi in senso favorevole.

Nel caso del Giappone i contrasti, allorchè riscontrabili, risultano meno forti. Inoltre, la posizione molto favorevole dello yen nella struttura generale dei tassi di cambio alla fine degli anni Sessanta ha dovuto essere parzialmente sacrificata al fine di ottenere un miglior allineamento delle monete. L'andamento dei costi unitari del lavoro non solo presenta, come nel caso degli Stati Uniti, il più forte contrasto con l'evoluzione del tasso di cambio, ma tale indice accentua esageratamente ogni movimento relativo di segno contrario nei costi giapponesi, specie dal 1973. Contrariamente a quanto è avvenuto negli Stati Uniti, i costi unitari in Giappone sono aumentati durante la recessione perché la disoccupazione non è parte del processo di aggiustamento dell'economia.

Di fronte a una situazione come quella esistente nel marzo 1973 e nei tre anni successivi è difficile dire quale alternativa concreta vi fosse ai tassi di cambio fluttuanti. E, osservando le tendenze di più lungo periodo dei tassi di cambio dei principali paesi industriali, essi si sono orientati, abbastanza chiaramente, nelle giuste direzioni. Inoltre, alcuni precedenti squilibri nei pagamenti sono stati gradualmente corretti; altri, tuttavia, continuano ad essere preoccupanti o hanno addirittura assunto più vaste proporzioni. Pertanto, la fluttuazione, pur essendo forse inevitabile, deve essere controllata, non solo nel senso stretto di interventi sul mercato dei cambi, ma anche, e in modo più rilevante, attraverso politiche finanziarie ed economiche interne. Al di là di ciò, comunque, molte cose devono essere ancora chiarite nella teoria e nella pratica della fluttuazione controllata.

*Cambi fluttuanti e saggi d'interesse.* Nei tre anni circa dacché il dollaro USA ha cominciato a fluttuare, oltre alle variazioni di lungo periodo nei tassi di cambio effettivi precedentemente esaminate vi sono state alcune ampie oscillazioni di più breve periodo nei rapporti fra il dollaro e le principali monete europee. E, così come i movimenti nei tassi di cambio effettivi possono essere utilmente raffrontati con indicatori, per quanto approssimativi, dell'andamento dei costi e dei prezzi relativi nei vari paesi, analogamente ci si può chiedere quale legame vi sia fra questi alti e bassi del dollaro — illustrati, nel grafico che segue, rispetto al marco tedesco — e le variazioni intervenute nelle condizioni monetarie relative e, in particolare, nei saggi di interesse.



Nell'intero periodo dal marzo 1973 vi sono state tre fasi durante le quali la quotazione del dollaro è scesa rispetto al marco tedesco (e ad altre monete del "serpente"). Ciascuna di esse è stata seguita da una ripresa: in due casi - dal marzo 1973 al gennaio 1974 e dal settembre 1974 al settembre 1975 - il recupero è stato completo, mentre nella fase dal gennaio al settembre 1974 il dollaro ha subito un deprezzamento netto del 7% circa.

Ove si confronti l'andamento del cambio a pronti dollaro/marco tedesco con quello del differenziale tra i saggi di interesse dei certificati di deposito bancari a tre mesi a New York e dei depositi interbancari a tre mesi a Francoforte, si può rilevare come l'accesso di debolezza del dollaro, sia nella prima sia nella terza fase del ciclo, abbia coinciso con un movimento del differenziale dei saggi di interesse a svantaggio degli Stati Uniti. Nel primo caso, la Germania ha irrigidito drasticamente la sua politica monetaria, valendosi del fatto di non essere più vincolata, dal marzo 1973, dagli obblighi di intervento del sistema di Bretton Woods. Nell'altro caso, i saggi d'interesse stavano calando in entrambi i paesi, ma con un ritmo più accentuato negli Stati Uniti che in Germania. Inoltre, nella prima fase la durata della flessione del dollaro e quella della stretta della politica monetaria in Germania hanno approssimativamente coinciso. Nella terza fase, invece, il dollaro ha continuato a scendere fino al marzo 1975, cioè ancora per vari mesi dacché il differenziale dei saggi di interesse era divenuto piuttosto modesto. Per di più, nella seconda delle tre fasi la debo-

lezza del dollaro durante la prima parte del 1974 si è contrapposta ad un forte movimento in suo favore nel differenziale dei saggi di interesse. Per quanto riguarda le tre fasi di movimento ascendente del dollaro, solo per la terza, dal marzo al settembre 1975, si può dire che il differenziale si stava chiaramente spostando in favore del dollaro.

Cosicché, per l'intero periodo dal marzo 1973 al settembre 1975, che abbraccia i tre cicli, la relazione fra tassi di cambio e saggi di interesse è stata molto sporadica. Spesso hanno prevalso sul mercato dei cambi altri fattori: ben individuabili in alcuni casi, come ad esempio nel gennaio del 1974, allorché vennero rimossi tutti i controlli sui prestiti all'estero delle banche USA proprio quando le esigenze di finanziamento delle bilance dei pagamenti di gran parte dei paesi aumentavano enormemente per il rincaro dei prezzi del petrolio; in altri casi, come ad esempio a 1974 inoltrato e nei primi mesi del 1975, il ribasso del dollaro, una volta avviatosi, si è autoalimentato: un chiaro segno di scarsa fiducia di fondo.

La presenza di altri fattori, in particolare quelli connessi alla fiducia, ha anche significato che, persino quando il tasso di cambio si è mosso in armonia con i differenziali dei saggi di interesse, non vi è stato alcun rapporto nell'ampiezza relativa dei movimenti. Ciò è particolarmente vero per i primissimi mesi di fluttuazione del dollaro, quando la flessione nei confronti del marco tedesco è stata del 20% in meno di tre mesi, ma vale anche per tutti quegli altri periodi, fino a 1975 inoltrato, in cui i tassi di cambio e i saggi di interesse si sono mossi nella stessa direzione.

E' solamente dagli ultimi mesi del 1975 che il dollaro si è stabilizzato al punto da potersi individuare una relazione — non solo di segno ma anche, in una certa misura, quantitativa — fra le variazioni del suo tasso di cambio e i differenziali dei saggi di interesse. Se ne deve quindi trarre la conclusione classica, cioè che solo a parità di ogni altra condizione i movimenti nei saggi di interesse determinano effettivamente i movimenti dei cambi; nelle attuali circostanze non ci si può attendere che ciò accada molto spesso.

### **Riserve globali.**

Dopo cinque anni di rapida espansione, nel 1975 il ritmo di aumento delle riserve globali è rallentato fortemente. Calcolato in dollari correnti, l'incremento totale di oro, valute, diritti speciali di prelievo e posizioni di riserva sul FMI può essere stimato in \$9 miliardi, più di un quinto dei \$40,4 miliardi del 1974. Tuttavia questa differenza è attribuibile, per oltre un quarto, a fluttuazioni nel valore di mercato del dollaro. Nel 1974 il deprezzamento del dollaro in termini di altri strumenti di riserva aveva contribuito per circa \$3 miliardi all'espansione delle riserve misurate in dollari, mentre la sua ripresa nel 1975 ha avuto un effetto opposto per un valore di oltre \$5 miliardi. Sotto il profilo dei vari tipi di strumenti di riserva, lo scorso anno praticamente l'intera flessione di \$2 miliardi nel valore in dollari delle riserve auree ed anche la maggior parte del calo di \$0,6 miliardi nelle disponibilità in DSP dei vari paesi sono da attribuire a variazioni di valutazione. Per di più, calcolato in dollari costanti, l'aumento nel totale delle posizioni di riserva presso il Fondo sarebbe stato di \$4,6 miliardi e quello delle riserve valutarie globali quasi di \$10

miliardi. Meno di \$ 2 miliardi di questa espansione sostanziale delle riserve valutarie sembra siano stati collocati nei centri tradizionali di riserva: un aumento di \$ 3,1 miliardi nelle riserve in dollari detenute negli Stati Uniti è stato in parte compensato da una flessione per \$ 1,3 miliardi nelle riserve in sterline detenute nel Regno Unito. Il resto, cioè grosso modo \$ 8 miliardi, dovrebbe essere stato investito sul mercato internazionale o su mercati nazionali diversi dal Regno Unito e dagli Stati Uniti.

Variazioni nelle riserve globali, 1973-75.<sup>1</sup>

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva presso il FMI	DSP	Totale
	milioni di dollari USA				
<b>Gruppo dei Dieci + Svizzera</b>					
1973 . . . . .	+ 3.485	+ 4.985	+ 105	+ 740	+ 9.315
1974 . . . . .	+ 520	+ 1.860	+ 1.740	+ 395	+ 4.515
1975 . . . . .	- 1.605	+ 920	+ 1.615	- 230	+ 700
Consistenze in essere alla fine del 1975 . . . . .	33.815	64.980	8.380	7.765	114.940
<b>Altri paesi industriali</b>					
1973 . . . . .	+ 475	+ 3.125	+ 170	+ 155	+ 3.925
1974 . . . . .	+ 55	- 2.165	- 105	- 185	- 2.400
1975 . . . . .	- 215	- 1.230	- 350	- 90	- 1.885
Consistenze in essere alla fine del 1975 . . . . .	4.160	19.845	660	855	25.520
<b>Paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio</b>					
1973 . . . . .	+ 175	+ 7.565	+ 250	+ 255	+ 8.245
1974 . . . . .	- 50	+ 2.725	- 190	- 30	+ 2.455
1975 . . . . .	- 95	- 1.440	- 105	- 215	- 1.855
Consistenze in essere alla fine del 1975 . . . . .	2.140	25.875	610	1.255	29.880
<b>Insieme dei paesi importatori di petrolio</b>					
1973 . . . . .	+ 4.135	+ 15.675	+ 525	+ 1.150	+ 21.485
1974 . . . . .	+ 525	+ 2.420	+ 1.445	+ 180	+ 4.570
1975 . . . . .	- 1.915	- 1.750	+ 1.160	- 535	- 3.040
Consistenze in essere alla fine del 1975 . . . . .	40.115	110.700	9.650	9.875	170.340
<b>Paesi esportatori di petrolio<sup>2</sup></b>					
1973 . . . . .	+ 165	+ 4.185	+ 100	+ 45	+ 4.495
1974 . . . . .	+ 55	+ 33.840	+ 1.940	+ 40	+ 35.875
1975 . . . . .	- 50	+ 9.325	+ 2.790	- 50	+ 12.015
Consistenze in essere alla fine del 1975 . . . . .	1.450	59.060	5.130	385	66.025
<b>Tutti i paesi</b>					
1973 . . . . .	+ 4.300	+ 19.860	+ 625	+ 1.195	+ 25.980
1974 . . . . .	+ 580	+ 36.260	+ 3.385	+ 220	+ 40.445
1975 . . . . .	- 1.965	+ 7.575	+ 3.950	- 585	+ 8.975
Consistenze in essere alla fine del 1975 . . . . .	41.565	169.760	14.780	10.260	236.365

<sup>1</sup> Compresa le variazioni di valutazione. <sup>2</sup> Inclusa, per il Kuwait, una stima delle riserve ufficiali in valuta estera del governo.

Analogamente al 1974, l'espansione delle riserve globali è continuata in quanto i paesi importatori di petrolio sono riusciti a finanziare una quota molto ingente del loro disavanzo complessivo di parte corrente attraverso l'indebitamento, con il risultato che agli aumenti nelle riserve dei paesi esportatori di petrolio hanno solo in parte corrisposto diminuzioni nelle riserve altrove. La decelerazione nella crescita

delle riserve totali è attribuibile all'effetto combinato del calo nell'avanzo totale dei paesi OPEC e della riduzione, dal 63 al 37%, della quota di esso investita in attività comprese fra le riserve. L'incremento totale delle riserve dei paesi OPEC si è pertanto contratto da quasi \$36 a 12 miliardi. La cifra per il 1975 comprende un aumento per \$2,8 miliardi nelle posizioni di riserva presso il FMI, quasi tutti contributi alla *oil facility* del Fondo. La maggior parte dei \$9,3 miliardi circa costituenti l'aumento delle disponibilità in valuta dei paesi OPEC è stata collocata sull'euromercato; gli investimenti liquidi negli Stati Uniti sono cresciuti di circa \$4,2 miliardi, mentre le riserve in sterline appaiono diminuite di \$0,3 miliardi.

Ancor più che nel 1974 l'incremento totale delle riserve dei paesi esportatori di petrolio si è concentrato in un piccolo numero di paesi. La sola Arabia Saudita, con un aumento di \$9 miliardi, ha coperto oltre tre quarti del totale. Gli altri principali incrementi sono stati registrati dal Kuwait (\$2,3 miliardi, secondo stime) e dal Venezuela (\$2,3 miliardi). L'incremento delle riserve dell'Iran è invece passato da \$7,1 a solo 0,3 miliardi. Contemporaneamente, un certo numero di paesi esportatori di petrolio ha registrato una flessione nelle riserve, soprattutto la Libia, le cui disponibilità sono diminuite da \$3,6 a 2,2 miliardi, e l'Indonesia, con un calo da \$1,5 a 0,6 miliardi.

Le riserve dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera sono cresciute di \$0,7 miliardi. Senza le variazioni di valutazione l'aumento sarebbe stato di circa \$3 miliardi (cifra non molto inferiore a quella corrispondente del 1974). Di esso circa \$2 miliardi hanno riguardato le posizioni di riserva sul FMI, dato che le monete di questi paesi, in particolare marco tedesco, dollaro USA, fiorino olandese e franco francese, sono state ampiamente utilizzate dal Fondo. L'unico paese del Gruppo dei Dieci che nel 1975 ha fatto largamente ricorso alle risorse del FMI è stato l'Italia, la cui posizione debitoria è aumentata di \$1,2 miliardi. Le riserve degli altri paesi industriali, contrattesi di \$2,4 miliardi nel 1974, si sono ulteriormente ridotte di \$1,9 miliardi lo scorso anno.

Le riserve dei paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio, che avevano mostrato un aumento di \$2,5 miliardi perfino nel 1974, lo scorso anno si sono contratte di \$1,9 miliardi. Le flessioni maggiori sono state registrate dal Brasile (\$1,3 miliardi) e dall'Argentina (\$0,9 miliardi), mentre un certo numero di altri paesi, soprattutto dell'Asia, ha presentato aumenti.

Per quanto relativamente modesto, almeno rispetto ai livelli degli ultimi anni, l'aumento delle riserve dell'anno scorso ha portato ad oltre \$150 miliardi l'incremento complessivo delle riserve globali, secondo la definizione tradizionale, dalla fine degli anni Sessanta. Da ciò a volte sono state tratte le conclusioni che negli anni Settanta l'espansione delle riserve è stata eccessiva e che queste, al loro attuale livello, contengono una forte carica inflazionistica che minaccia il sistema monetario. La prima affermazione ha certamente un fondamento di verità, nel senso che all'inizio del decennio vi sono stati forti aumenti delle riserve attraverso il disavanzo della bilancia dei pagamenti USA. Ma l'asserzione che le riserve globali - o, più in generale, la liquidità internazionale - sono ora pericolosamente elevate, richiede un attento esame. E la risposta è tutt'altro che semplice.

Le statistiche delle riserve ufficiali forniscono utili informazioni sulle operazioni di finanziamento esterno e sulle posizioni monetarie verso l'estero di singoli

paesi o gruppi di paesi; non possono però, da sole, pretendere di dare un quadro completo di tutta la liquidità internazionale, sulla cui adeguatezza o meno non può essere formulato alcun giudizio senza tener conto di un certo numero di altri elementi.

Nel valutare lo sviluppo delle riserve nella prima metà degli anni Settanta, un elemento di rilievo è che le riserve auree, il cui volume è rimasto pressoché invariato, sono divenute di utilizzo ancora più difficile che negli anni Sessanta, quando il Tesoro degli Stati Uniti e il FMI erano ancora gli acquirenti di ultima istanza, anche se, a \$35 l'oncia, non vi erano molti venditori. Per di più, le recenti decisioni sull'oro prese dal Comitato ad interim del Consiglio dei governatori del FMI, insieme agli accordi stipulati fra i paesi del Gruppo dei Dieci sulle future transazioni in oro, rendono molto difficile sostenere che vi sia ancora una base perfino per stirmare il valore in moneta di questa componente delle riserve.

Quanto a quelle attività di riserva che sono aumentate dalla fine degli anni Sessanta, cioè soprattutto le disponibilità ufficiali in valuta estera, occorre tener presente che alle attività lorde corrispondono necessariamente delle passività nel complesso del sistema. Questo fatto può non avere grande rilievo, in un contesto abbastanza ampio, quando le passività ricadono sul paese che fornisce la principale moneta di riserva; ma la situazione è alquanto diversa quando, come è avvenuto dalla fine del 1973, al fortissimo incremento nelle riserve di un numero relativamente esiguo di paesi fa riscontro un rapido aumento nell'indebitamento verso l'estero di gran parte del resto del mondo ad esclusione degli Stati Uniti.

Un altro motivo di cautela nell'interpretazione delle statistiche riguarda la distribuzione delle riserve per paesi. Nonostante la rapidissima espansione del totale globale dal 1969, sono relativamente pochi i paesi che si trovano effettivamente a godere di un buon margine di liquidità internazionale: praticamente, alcuni paesi dell'OPEC (certamente non tutti) e un piccolo numero di paesi industriali, in particolare la Germania e la Svizzera.

In aggiunta alle riserve e alle linee di credito, un altro elemento della liquidità internazionale è costituito dalla posizione netta sull'estero del settore bancario privato. Anche in questo caso, le attività di un paese sono necessariamente le passività di un altro, e il credito bancario internazionale negli ultimi due o tre anni è stato in larga misura orientato in funzione delle bilance dei pagamenti. Inoltre solo in due paesi, Germania e Svizzera, il settore bancario conta attività nette verso l'estero effettivamente consistenti.

Tutto sommato, sembrerebbe che la rapida espansione delle riserve globali dal 1970 sia stata in larga misura il risultato di un pesante — in alcuni casi totale — utilizzo delle linee di credito internazionale. L'aumento statistico della liquidità internazionale quale risulta dalle riserve globali è stato quindi accompagnato da un peggioramento nella posizione netta di liquidità verso l'estero di molti paesi. In effetti la tesi, basata sulle statistiche delle riserve globali, secondo cui vi sarebbe attualmente nel sistema un eccesso imminente di liquidità potenzialmente inflazionistico, i cui effetti si faranno sempre più sentire con il procedere della ripresa mondiale, corrisponde pressoché a sostenere che la Germania, la Svizzera, l'Arabia Saudita e il Kuwait si accingono a spendere il grosso delle loro cospicue attività sull'estero in maggiori importazioni nette di beni e servizi.



Sarebbe però arbitrario trarre la conclusione opposta, e cioè che la liquidità internazionale stia divenendo scarsa. Negli ultimi due anni si è assistito ad una notevole espansione del credito bancario e - in misura minore - dell'assistenza finanziaria ufficiale a un certo numero di paesi, la cui posizione *netta* verso l'estero si è fortemente deteriorata o è addirittura divenuta negativa, per non citare quelli per i quali non si dispone di precise informazioni in questo campo. E' praticamente impossibile tentare di prevedere se il sistema bancario sia disposto e in grado di proseguire un tale indirizzo. Ma, data la dinamica dell'attività bancaria internazionale e dei mercati dei capitali, si è portati a ritenere che i paesi, che in passato hanno dato prova di solvibilità, potranno contare su nuovi prestiti. Se ciò sia auspicabile o meno, è altra questione; si deve comunque concludere che un buon numero di paesi, nonostante la non florida posizione netta sull'estero, potrà ancora finanziare i propri disavanzi in tal modo.

Nel complesso, quindi, appare giustificato un certo grado di agnosticismo. L'attuale totale delle riserve ufficiali - consideratane la distribuzione - non sembra costituire una minaccia d'inflazione; d'altra parte il margine potenziale di ulteriore crescita delle riserve attraverso operazioni di credito può essere considerevole.

### Produzione e mercato dell'oro.

Nel 1975 la produzione di oro (ad esclusione dell'Unione Sovietica, degli altri paesi dell'Est europeo, della Cina popolare e della Corea del Nord) si è contratta di altre 65 tonnellate, passando a 930 tonnellate. Con ciò il calo complessivo rispetto alla punta massima del 1970 è pari al 27%.

Produzione mondiale di oro.

Paesi	1929	1940	1946	1953	1970	1972	1973	1974	1975
	tonnellate metriche								
Sud Africa . . . . .	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	909,6	855,2	758,5	708,1
Canada . . . . .	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	64,7	60,8	52,8	50,4
Stati Uniti . . . . .	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	45,1	36,2	35,0	32,1
Rodesia . . . . .	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	15,6	15,6	20,0	20,0
Ghana . . . . .	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	22,5	22,5	20,0	18,2
Fillippine . . . . .	5,1	34,9	—	14,9	18,7	18,9	17,8	16,6	15,8
Australia . . . . .	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	23,5	17,2	16,2	15,0
Colombia . . . . .	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	5,8	5,6	8,3	10,5
Giappone . . . . .	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	7,6	6,7	6,2	6,0
Messico . . . . .	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	4,5	4,1	4,2	4,2
Zaire . . . . .	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	4,4	4,2	4,0	3,0
<b>Totale . . . . .</b>	<b>529,0</b>	<b>970,6</b>	<b>607,5</b>	<b>692,2</b>	<b>1.231,1</b>	<b>1.122,2</b>	<b>1.045,9</b>	<b>941,8</b>	<b>883,3</b>
Altri paesi . . . . .	41,5	194,4	59,0	62,0	36,4	45,0	48,2	51,6	44,5
<b>Produzione mondiale (stima)*</b>	<b>570,5</b>	<b>1.165,0</b>	<b>666,5</b>	<b>754,2</b>	<b>1.267,5</b>	<b>1.167,2</b>	<b>1.094,1</b>	<b>993,4</b>	<b>927,8</b>

\* Esclusi l'URSS, i paesi dell'Europa orientale, la Cina popolare e la Corea del Nord.

Al Sud Africa, la cui produzione è calata da 758 a 708 tonnellate, sono da attribuire i tre quarti del calo nella produzione di oro del mondo occidentale nello scorso anno. La quantità di minerale trattato è stata inferiore dello 0,7% rispetto al 1974, ed inoltre il contenuto medio di oro è stato del 6,1% inferiore. Ciò ha portato al

30% il calo complessivo nella qualità media del minerale trattato dal 1971, l'anno che ha preceduto l'inizio della forte ascesa del prezzo di mercato; nel corso dei medesimi quattro anni i costi medi di lavorazione per tonnellata di minerale trattato nelle miniere sono più che raddoppiati, soprattutto in seguito al quadruplicarsi delle retribuzioni. Nel periodo 1972-74, il rialzo del prezzo medio percepito dalle miniere aveva permesso di estrarre minerale di qualità inferiore e di concedere forti miglioramenti nelle retribuzioni, pur aumentando contemporaneamente di oltre sei volte i profitti medi per oncia di oro estratto. L'anno scorso, tuttavia, riducendosi ancora la qualità dell'oro estratto e insieme aumentando di un ulteriore 27% il costo medio di lavorazione, mentre il mercato dell'oro era cedente - il prezzo medio in dollari percepito dalle miniere si è contratto di circa il 2% - si è avuto un calo dell'11% nei profitti medi dell'industria aurifera, nonostante la svalutazione del 18% del rand in settembre.

A parte il calo nella produzione dell'occidente, l'offerta di nuovo oro al mercato è stata pressoché uguale a quella del 1974. Le vendite dei paesi comunisti si possono stimare in circa 150 tonnellate e, per di più, le riserve totali in oro dei paesi occidentali si sono contratte di 50 tonnellate, anche in seguito alle vendite sul mercato di 39 tonnellate da parte del Tesoro degli Stati Uniti e di 16 tonnellate dalle riserve del Sud Africa. Il totale di oro disponibile per usi non monetari può quindi essere stimato in 1.130 tonnellate, con una riduzione del 4% rispetto al 1974.

Comunque, la flessione dello scorso anno nella nuova offerta di oro è stata largamente compensata dalla significativa riduzione nella domanda del metallo per usi non monetari. Ne è derivata una riduzione del 25% nel prezzo di mercato nel corso dell'anno, da \$186,50 a 140,25 l'oncia. Si è trattato in parte di una reazione seguita al fortissimo aumento della domanda che aveva fatto pressoché quintuplicare il prezzo fra la fine del 1971 e la fine del 1974, portandolo a un massimo di quasi \$200 l'oncia. Inoltre, con l'allentarsi delle pressioni inflazionistiche e la ripresa di alcuni mercati dei titoli, è diminuita l'attrattiva dell'oro come investimento. Tuttavia, fattore della massima importanza nel declino della domanda di oro non monetario è stato l'accordo sul futuro ruolo dell'oro monetario, raggiunto nella riunione dell'agosto 1975 dal Comitato ad interim del Consiglio dei governatori del FMI. Tale accordo ha stabilito, fra l'altro, di abolire il prezzo ufficiale, di non aumentare le consistenze complessive di oro del FMI e dei paesi del Gruppo dei Dieci, di restituire un sesto dell'oro del FMI ai paesi membri e di venderne un altro sesto a vantaggio dei paesi in via di sviluppo. Nel complesso, l'accordo dell'agosto 1975 è stato considerato dal mercato tale da precludere effettivamente ogni possibilità di restituire all'oro la funzione di importante elemento del sistema monetario e quindi qualsiasi eventualità che venga fissato un nuovo e più elevato prezzo ufficiale in futuro. Mentre ciò ha avuto un effetto diretto sulla domanda del metallo per fini di investimento, la diminuzione nei prezzi di mercato ha dato luogo, nel corso dell'anno, ad una certa ripresa della domanda industriale, il cui livello era stato compresso dall'aumento di prezzo degli anni 1972-74.

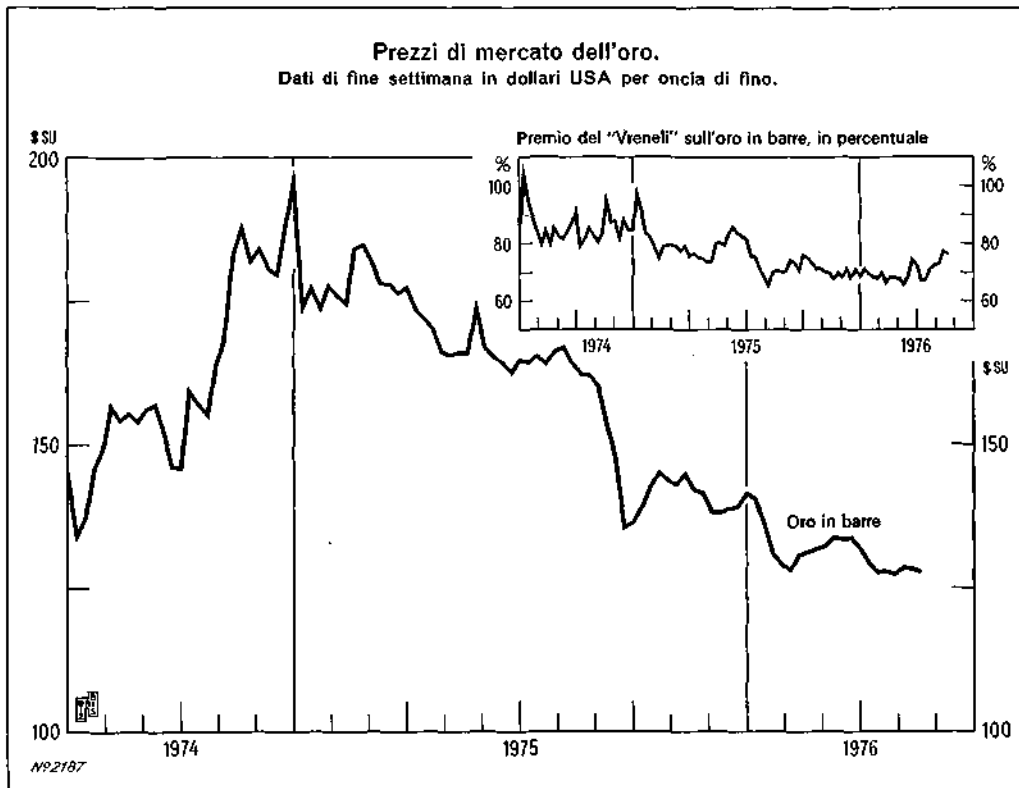
Se si esamina il corso degli eventi sul mercato dell'oro, si osserva che il prezzo al *fixing* aveva raggiunto una punta senza precedenti di \$197,50 il 30 dicembre 1974, subito prima della legalizzazione della proprietà di oro da parte dei privati negli Stati Uniti e della prima asta di oro indetta dal Tesoro USA. In quell'occasione la domanda negli USA si era rivelata molto modesta e all'asta del 6 gennaio solo 23 delle 62 ton-

Fonti e usi dell'oro. Stime.

Voci	1971	1972	1973	1974	1975
	tonnellate metriche				
Produzione . . . . .	1.230	1.165	1.095	995	930
Vendite da parte dei paesi comunisti (stime)	90	200	330	150	150
<b>Totale . . . . .</b>	<b>1.320</b>	<b>1.365</b>	<b>1.425</b>	<b>1.145</b>	<b>1.080</b>
Variazioni nelle riserve auree ufficiali del mondo occidentale . . . . .	- 100	90	- 40	- 30	- 50
Vendite sul mercato libero* . . . . .	1.420	1.275	1.465	1.175	1.130

\* Cifre ottenute come residuo.

nellate offerte sono state vendute a prezzi compresi fra \$153 e 185 l'oncia. Il prezzo di mercato è quindi calato a circa \$175 l'oncia. Voci infondate di un sostegno delle banche centrali al mercato hanno spinto le quotazioni a \$185 l'oncia a un certo momento in febbraio, ma la domanda è subito ricaduta e verso la metà di aprile il prezzo era disceso a \$165 l'oncia. A parte un leggero aumento fino ad oltre \$170 l'oncia verso la fine di maggio, il prezzo ha oscillato fra i \$160-170 fino al 29 agosto quando, per la prima volta dall'ottobre 1974, è sceso al di sotto dei \$160 l'oncia. Durante questo periodo - precisamente il 30 giugno - il Tesoro USA ha tenuto una seconda asta in cui sono state vendute 16 tonnellate di oro al prezzo di \$165 l'oncia.



Il 31 agosto vi è stato l'accordo di Washington del Comitato ad interim, ai cui effetti si sono subito sommati quelli dell'eventualità di vendite di oro da parte dell'URSS per finanziare importazioni di cereali, vendite che tuttavia non hanno assunto in realtà dimensioni significative. In meno di un mese il prezzo di mercato dell'oro è calato di oltre \$30 l'oncia toccando un minimo di \$128,75 il 23 settembre. Astenendosi il Sud Africa dall'immettere sul mercato parte della produzione corrente, alla fine del mese le quotazioni erano tornate a oltre \$140 l'oncia e durante il resto dell'anno hanno oscillato di appena qualche dollaro intorno a questa cifra.

In seguito alla riunione in Giamaica del Comitato ad interim nella seconda settimana del nuovo anno, nel corso della quale venne confermato il piano relativo alle vendite di oro del FMI, il prezzo di mercato ha subito una nuova caduta fino a \$124 l'oncia il 22 gennaio. Si è avuta in seguito una piccola ripresa e a metà marzo le quotazioni si aggiravano intorno ai \$134 per oncia. Il mercato dell'oro non ha risentito dei disordini valutari europei e, con la prospettiva ancora incombenente delle vendite di oro del Fondo, le quotazioni si sono aggirate sui \$128 l'oncia in aprile.

Il 6 maggio 1976 il FMI ha annunciato i principi e le procedure per la vendita all'asta, in un quadriennio, di un sesto del suo oro (circa 778 tonnellate) a beneficio dei paesi in via di sviluppo. Nei primi due anni si terranno sedici aste - circa una ogni sei settimane - in ciascuna delle quali saranno offerti Kg. 24.260 di oro. Finché il secondo emendamento proposto agli articoli dello Statuto del Fondo non sarà entrato in vigore, né governi o autorità monetarie di paesi membri del Fondo, né agenti in rappresentanza di essi potranno fare offerte a un prezzo non conforme allo Statuto del Fondo; la Banca dei Regolamenti Internazionali potrà tuttavia fare offerte. Il Fondo si riserva il diritto di respingere taluna o anche tutte le offerte. Per la prima asta, del 2 giugno, è stato deciso di applicare il metodo del prezzo comune, cioè l'oro è ceduto allo stesso prezzo a tutti i partecipanti ammessi all'asta, prezzo uguale o superiore a quello minimo accettato.

L'annuncio ha causato scarse reazioni apparenti sul mercato dell'oro e al *fixing* di Londra della mattina del 7 maggio l'oro era trattato a \$128,15, circa un dollaro in più rispetto al livello del giorno precedente. A fine mese, tuttavia, il prezzo era calato a circa \$125.

### **Il sistema monetario internazionale.**

Nella riunione del gennaio 1976 alla Giamaica, il Comitato ad interim del Consiglio dei governatori del Fondo monetario internazionale ha perfezionato l'accordo su un'ampia gamma di questioni. Tale accordo comprende: la sesta revisione generale delle quote dei membri insieme a un temporaneo ampliamento dei diritti di prelievo esistenti; provvedimenti per fornire aiuti ai paesi in via di sviluppo; numerose questioni relative all'organizzazione e al funzionamento del FMI; e, questione assai più fondamentale, alcune delle norme alla base del sistema monetario. Molte di queste decisioni comportano mutamenti negli articoli del Fondo e un emendamento complessivo è ora all'esame dei paesi membri per la ratifica da parte dei rispettivi parlamenti.

Quanto alle quote, già agli inizi del 1975 era stato raggiunto l'accordo per un aumento complessivo del 32,5 %, portandone il totale a DSP 39 miliardi. Ciò com-

porta in particolare un raddoppio, dal 5 al 10%, della partecipazione dei principali paesi esportatori di petrolio e il mantenimento di quella di tutti gli altri paesi in via di sviluppo a circa il 22%, con una riduzione quindi, dal 72 al 68%, della partecipazione totale dei paesi industriali. Le due decurtazioni principali riguardano gli Stati Uniti (dal 22,9 al 21,5%) e il Regno Unito (dal 9,6 al 7,5%). Si sta inoltre provvedendo a rendere tutte le valute dei paesi membri utilizzabili per i prelievi dal Fondo. Finché le nuove quote non saranno in vigore, la *credit tranche* sulla base delle quote esistenti viene aumentata del 45%.

Sotto il profilo dell'assistenza ai paesi in via di sviluppo si possono distinguere tre aspetti. Anzitutto, nell'agosto 1975 si è creato uno speciale conto sussidi per aiutare i paesi più seriamente colpiti dalla situazione attuale a sostenere il costo degli interessi sui prelievi dalla *oil facility* del Fondo; in secondo luogo, è stato ampliato l'uso dello schema del Fondo per il finanziamento compensativo di fluttuazioni nelle esportazioni ed ora i prelievi possono raggiungere il 75%, anziché il 50% della quota complessiva di un paese membro e i prelievi netti in ciascun periodo di dodici mesi, il 50% anziché il 25%; infine, si procederà alla vendita di un sesto (25 milioni di onces) dell'oro del Fondo a prezzi in linea con quelli di mercato ed il ricavo in più rispetto al prezzo ufficiale sarà impiegato a beneficio dei paesi in via di sviluppo. Di questa plusvalenza una parte proporzionale alla partecipazione dei paesi in via di sviluppo al totale delle quote del Fondo sarà loro trasferita direttamente, mentre il resto sarà impiegato per fornire prestiti a condizioni agevolate per il finanziamento della bilancia dei pagamenti di paesi in via di sviluppo con bassi redditi pro capite. Questi finanziamenti agevolati saranno allocati mediante un Fondo fiduciario amministrato dal FMI.

Quanto alle proposte di modifica delle norme del sistema monetario, ove si vogliano mettere bene a fuoco le recenti decisioni, occorre esaminarle alla luce del più ampio processo verso una riforma del sistema monetario internazionale in atto sin dalla fine del 1963. All'epoca, le discussioni ufficiali furono avviate dai Ministri finanziari del Gruppo dei Dieci che diedero istruzioni ai loro Supplenti affinché intraprendessero un'attenta analisi delle prospettive di funzionamento del sistema monetario internazionale e delle probabili future esigenze di liquidità. Dall'esame erano comunque esclusi due argomenti: il prezzo ufficiale dell'oro e i tassi di cambio fluttuanti; in altre parole, si dava per scontato che il sistema monetario internazionale avrebbe continuato a basarsi su tassi di cambio fissi e che il prezzo dell'oro monetario avrebbe continuato ad essere di \$35 l'oncia. Gran parte delle frustrazioni dei successivi dodici anni possono attribuirsi alla contraddizione di fondo esistente nel cercare di realizzare una riforma escludendo a priori perfino di discutere il prezzo dell'oro o il regime dei cambi.

Nel 1963 vi erano due punti di vista su quale fosse il problema principale che minacciava il sistema. Secondo il primo, menzionato esplicitamente nel mandato dei Ministri del Gruppo dei Dieci ai loro Supplenti, l'espansione delle riserve rischiava di divenire insufficiente; in altre parole, si riteneva che, divenendo sempre più scarso l'oro monetario ed escludendosi qualsiasi possibilità di un aumento nel prezzo, le riserve in dollari non avrebbero più potuto aumentare al ritmo del passato e si sarebbe dovuto quindi trovare il modo di provvedere a un'adeguata crescita globale delle riserve mediante strumenti diversi da questi due tipi di attività. Secondo l'altro punto di vista, che considerava soprattutto i persistenti disavanzi

nella bilancia dei pagamenti USA, si riteneva che il sistema risentisse soprattutto della mancata realizzazione di ciò che divenne noto come "il processo di aggiustamento", e in particolare del mancato riequilibrio da parte degli Stati Uniti dei loro conti con l'estero. I due problemi erano, naturalmente, collegati, dal momento che gli Stati Uniti non potevano sostanzialmente correggere la loro bilancia dei pagamenti senza mutare il prezzo in dollari dell'oro.

Nella seconda parte degli anni Sessanta, acquistando gradualmente il sopravvento il primo di questi punti di vista, si giunse alla creazione, nel 1969, dei DSP e alla successiva allocazione, negli anni 1970-72, di \$9,5 miliardi di DSP ai membri del Fondo. Concepiti come uno strumento supplementare di riserva, ma in realtà di natura alquanto ibrida, i DSP sono stati introdotti proprio quando le riserve globali cominciavano ad espandersi ad un ritmo senza precedenti. Nei primi due anni della loro esistenza, soprattutto sotto l'influenza di un ingente aumento nei disavanzi della bilancia dei pagamenti USA, le riserve in valuta sono aumentate di \$49 miliardi, cifra che corrisponde ad oltre il 60% delle riserve totali di ogni tipo in essere alla fine del 1969 e ad otto volte le allocazioni di DSP nel periodo 1971-72. L'esplosione delle riserve in dollari indusse le autorità USA nell'agosto 1971, a sospendere la convertibilità. Alcune settimane più tardi si diede l'avvio alla seconda fase delle discussioni sulla riforma monetaria, con la richiesta del Consiglio dei governatori del Fondo ai Direttori esecutivi di studiare le misure necessarie o auspicabili per migliorare o riformare il sistema monetario. Nel luglio 1972 il compito di formulare e discutere le proposte di riforma fu assegnato ad un gruppo di nuova creazione, il Comitato dei Venti.

Il Comitato aveva appena iniziato i lavori quando, nel marzo 1973, tutte le altre principali monete cominciarono a fluttuare nei confronti del dollaro. Affrontando con coraggio la situazione, il Comitato annunciò immediatamente che in un sistema riformato il regime dei cambi avrebbe dovuto continuare a basarsi su parità stabili ma aggiustabili, aggiungendo comunque che i tassi fluttuanti avrebbero potuto costituire un utile strumento tecnico in particolari situazioni. In altre parole, obiettivo della riforma rimaneva un nuovo sistema di parità.

A parte la novità dell'idea che il sistema riformato avrebbe dovuto contribuire a promuovere il flusso di risorse reali verso i paesi in via di sviluppo, le principali proposte all'esame del Comitato mostravano un notevole mutamento di enfasi rispetto alle precedenti discussioni e si occupavano ampiamente, in un modo o nell'altro, del miglioramento del processo di aggiustamento. Tuttavia il Comitato aveva appena sottoposto uno schema di riforma ai ministri — schema che in realtà poneva altrettante questioni di quante ne risolvesse — quando si ebbe l'impennata del prezzo del petrolio, che non lasciava in pratica alternativa al proseguimento a tempo indeterminato della fluttuazione. Il Comitato accantonò la ricerca di un accordo sulla riforma del sistema ed invece formulò giudizi sulla possibile evoluzione del sistema nella forma di una versione riveduta del suo schema di riforma e propose che nel frattempo il Fondo e i suoi membri perseguissero, per quanto possibile, gli obiettivi e i principi contenuti nello schema. Propose inoltre la creazione di un Comitato ad interim del Consiglio dei governatori del Fondo monetario internazionale, con funzioni di consulenza circa la gestione e l'aggiustamento del sistema monetario, l'esame di proposte di emendamento degli articoli dello Statuto da parte dei Direttori esecutivi, e i provvedimenti da prendere nel caso di eventuali improvvise perturbazioni del

sistema. Così, nel settembre 1974 il Comitato ad interim ebbe il compito di cercare di portare a termine l'opera incompiuta del Comitato dei Venti.

I lavori del Comitato in questo campo vertono su tre principali questioni, riprese tutte dallo schema di riforma del Comitato dei Venti: il sistema dei cambi; la riduzione del ruolo monetario dell'oro; i mezzi per procedere verso l'obiettivo di fare dei DSP il principale strumento di riserva del sistema. Tuttavia, pur riprendendo temi discussi a lungo in precedenza, le conclusioni del Comitato ad interim sono state, per importanti aspetti, molto diverse dalle precedenti.

In particolare, a proposito del problema fondamentale del futuro sistema dei cambi, le discussioni del Comitato ad interim sono state caratterizzate dalla mancanza di consenso, rispetto al passato, sul fatto che la riforma del sistema significhi l'introduzione di parità più flessibili. E' pur vero che all'inizio dei suoi lavori, nel gennaio del 1975, il Comitato chiese ai Direttori esecutivi di redigere un emendamento all'art. IV dello Statuto del Fondo che consacrasse il consenso raggiunto dal Comitato dei Venti circa un sistema di parità stabili ma aggiustabili, con la possibilità di fluttuazione in situazioni particolari; ma questa formula, fino allora considerata intangibile, fu presto messa in dubbio dal concetto che la politica dei tassi di cambio di un paese è più importante del suo regime di tasso di cambio; in altre parole, i cambi fluttuanti possono essere altrettanto validi quanto le parità fisse nel consentire ai paesi di soddisfare i loro obblighi in materia come membri del Fondo.

Questa tesi era sostenuta, in particolare, dal governo degli Stati Uniti. Il governo francese, al contrario, era del parere che il progetto del Comitato dei Venti per la riforma del sistema dei cambi fosse formulato in modo troppo vago e che si dovessero ammettere i cambi fluttuanti solo in circostanze eccezionali. Gli altri principali paesi assunsero, per la maggior parte, un atteggiamento intermedio fra queste due posizioni: pur ben consapevoli dell'impossibilità di ritornare ai cambi fissi in un futuro prevedibile, essi erano però restii a cessare di considerarli l'obiettivo a lungo termine o la norma del sistema.

Alla fine, la questione fu risolta nella riunione dei Capi di governo di Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Germania, Italia e Giappone nel novembre del 1975 a Rambouillet, quando i due maggiori protagonisti, gli Stati Uniti e la Francia, concordarono un progetto per il nuovo testo dell'art. IV, poi accettato, con alcune modifiche relativamente poco importanti, dal resto dei paesi del Fondo. Il nuovo art. IV consentirà ai paesi di dichiarare al Fondo qualsiasi regime di tasso di cambio a loro scelta, sia fisso sia fluttuante, con l'esclusione di una parità fissa in termini di oro o di un'altra moneta. Si specifica inoltre che il Fondo può, con una maggioranza dell'85 %, predisporre una regolamentazione generale dei cambi o può stabilire le condizioni che consentano l'introduzione di un vasto sistema dei cambi basato su parità stabili ma aggiustabili. In nessun caso, tuttavia, il Fondo può limitare il diritto di un paese di scegliere il regime di tasso di cambio che ritenga opportuno.

Al posto dell'obbligo vigente in passato di mantenere la parità, modificabile solo in caso di squilibrio fondamentale, il nuovo testo fissa quelli che vengono definiti "impegni concernenti i regimi di cambio". In base a questi, i paesi s'impegnano a collaborare con il Fondo e fra di loro per assicurare regimi di cambio ordinati e per promuovere uno stabile sistema di tassi di cambio. I modi in cui si auspica che

essi realizzino ciò sono, per la maggior parte, formulati in modo generico: ad esempio, perseguire l'espansione economica con una ragionevole stabilità dei prezzi ed evitare di manipolare i tassi di cambio.

Analogamente agli impieghi dei paesi, anche le responsabilità del Fondo in questo campo sono di carattere piuttosto generale: "vigilare" sul sistema monetario per assicurarne l'efficace funzionamento, nonché sull'osservanza, da parte dei paesi membri, dei rispettivi obblighi; esercitare una "stretta sorveglianza" sulle politiche dei tassi di cambio; "adottare principi specifici per la guida di tutti i paesi membri relativamente a queste politiche."

La nuova regolamentazione dei cambi del FMI sarà l'opposto di quella precedente nella concezione di base: nel sistema di Bretton Woods il tasso di cambio era un punto fisso, che intendeva assicurare la stabilità economica interna grazie alla disciplina della bilancia dei pagamenti; in base al nuovo ordine la stabilità è concepita come proveniente dall'interno verso l'esterno, dall'economia nazionale verso la bilancia dei pagamenti, senza il contributo esogeno fornito dal tasso di cambio. Un altro modo di esprimere la nuova filosofia è che le autorità non opporranno resistenza alle forze fondamentali del mercato. Quanto a ciò cui invece opporranno resistenza, i partecipanti alla riunione di Rambouillet hanno concordato che le rispettive autorità monetarie agiranno per contrastare disordinate condizioni di mercato o fluttuazioni erratiche dei tassi di cambio. Le comunicazioni telefoniche giornaliere fra i paesi del "serpente" riguardo alle condizioni e agli interventi sul mercato sono state estese a Stati Uniti, Canada, Giappone e Svizzera e si è disposto di effettuare consultazioni periodiche sia a livello di Ministri delle finanze sia di loro Sostituti. Al di là di ciò, il giudizio se le condizioni del mercato sono disordinate e i movimenti del tasso di cambio erratici, ed anche la decisione di intervenire o di ricorrere ad altre azioni correttive, sono lasciati alla discrezionalità di ciascun paese. Tali giudizi sono spesso incerti e comunque gli Stati Uniti hanno chiaramente fatto capire che l'accordo non implica alcun mutamento di base nella loro politica di limitato intervento. In altre parole ciò significa che per gli Stati Uniti le forze fondamentali di mercato comprendono una gamma molto più ampia di fattori — soprattutto i movimenti di capitali — di quella considerata da molti paesi europei, per i quali la parola "fondamentale" riguarda principalmente la situazione delle partite correnti.

L'accordo che il Comitato ha raggiunto sull'oro certamente significa che esso sarà gradualmente escluso dal sistema monetario ufficiale, cioè dal FMI. Il prezzo ufficiale sarà abolito e l'oro cesserà di essere il denominatore comune del valore delle monete; saranno eliminati tutti gli obblighi relativi all'uso dell'oro nelle transazioni con il Fondo (ad esempio per il pagamento delle sottoscrizioni relativamente alla *gold tranche*); a meno che non si raggiunga una maggioranza dell'85%, il Fondo non sarà più autorizzato ad accettare oro in cambio di valute, cioè a rimborso di prelievi da parte di paesi membri; un terzo delle proprie disponibilità in oro, cioè 50 milioni di once sarà ceduto: metà, come dianzi menzionato, a prezzi in linea con quelli di mercato a beneficio dei paesi in via di sviluppo e l'altra metà, a \$35 l'oncia, a tutti i membri in proporzione delle rispettive quote. Infine, nelle sue stesse transazioni in oro, il Fondo dovrà evitare di dirigere il prezzo o di stabilire un prezzo fisso sul mercato dell'oro. Inoltre, sono all'esame provvedimenti che permetteranno al Fondo, ove si raggiunga una maggioranza dell'85%, di cedere parte o anche tutte le sue restanti disponibilità di oro.



L'abolizione del prezzo ufficiale significa che in teoria i membri del Fondo potranno effettuare transazioni in oro con chiunque vogliano e a qualsiasi prezzo. Per di più le loro riserve auree si accresceranno in seguito alla vendita di parte dell'oro del Fondo. Tuttavia i paesi del Gruppo dei Dieci — che nel complesso detengono il 73 % delle riserve auree mondiali — hanno stipulato accordi che di fatto limitano questa libertà, almeno per un periodo iniziale di due anni: e cioè, anzitutto, di non fare alcun passo per stabilizzare il prezzo dell'oro e, in secondo luogo, di non aumentare oltre il livello di fine agosto 1975 il totale delle loro riserve complessive in oro più quelle del FMI. Questi accordi, ai quali potranno aderire altri membri del Fondo, significano che l'uso dell'oro al di fuori del FMI sarà limitato.

Il terzo elemento della "riforma" riguarda i provvedimenti per promuovere l'uso dei DSP e collocarli al centro del sistema. Anzitutto essi dovranno divenire l'unità di conto ufficiale del sistema e le parità (se fissate) saranno espresse in termini di DSP. Oltre a ciò, si dovranno modificare talune norme regolanti il funzionamento dei DSP. Il riscontro di esigenze di "bilancia dei pagamenti" come condizione per il loro impiego da parte dei paesi membri non sarà più necessario; il loro possibile impiego nelle operazioni e transazioni del Fondo sarà esteso, ad esempio, al pagamento di sottoscrizioni relativamente alla *gold tranche*. Rimarranno tuttavia in essere i limiti oltre i quali i paesi possono non accettare DSP, come anche le norme per la parziale ricostituzione dei saldi dopo l'utilizzo, sebbene queste ultime possano ora essere modificate con una decisione a maggioranza del 70%. Fatto ancor più importante, i DSP sono ora una componente minore delle riserve; al momento non sono previste ulteriori allocazioni e nel frattempo l'incremento delle riserve continuerà, come per il passato, ad assumere soprattutto la forma di disponibilità in valuta.

Sia in teoria sia in pratica, le differenze fra il sistema di Bretton Woods e il nuovo assetto sono più complesse di quanto talora si ammetta. Ciò è vero soprattutto per la regolamentazione dei tassi di cambio, in base alla quale i paesi potranno scegliere fra tassi fissi e fluttuanti; in altre parole, la fluttuazione è solo una scelta. E, per quanto riguarda la pratica attuale, non esistono affatto solo tassi di cambio fluttuanti separatamente. In realtà, dal marzo 1973 la grande maggioranza dei paesi membri del Fondo ha continuato a collegare le proprie monete in un modo o nell'altro. Ad esempio, attualmente cinquantatré monete sono collegate al dollaro USA, tredici al franco francese e cinque alla sterlina. Vi sono inoltre le sei monete europee partecipanti alla fluttuazione congiunta rispetto al dollaro, con un margine di oscillazione del 2,25 % da entrambi i lati dei tassi fissi indiretti di ogni moneta rispetto alle altre. Dodici paesi membri del Fondo esprimono i tassi di cambio delle loro valute in termini di DSP. Cosicché l'attuale sistema è soprattutto costituito da blocchi fluttuanti più alcune importanti monete che fluttuano indipendentemente.

Il risultato dei lavori del Comitato ad interim è stato equiparato in alcuni ambienti agli accordi di Bretton Woods e all'avvento di una nuova era politica e monetaria. Di parere diverso è stato il Direttore Generale del FMI, che ha definito il proposto emendamento "un completo aggiornamento degli articoli dello Statuto alla situazione presente". In altre parole, è stato il Fondo ad adattarsi alle circostanze mondiali piuttosto che il contrario. O, per dirla ancor più esplicitamente, non c'è da attendersi grandi innovazioni nelle modalità di funzionamento del sistema monetario internazionale a seguito delle riunioni di Washington, di Rambouillet e della Giamaica.

## VIII. ATTIVITA' DELLA BANCA.

### 1. Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali.

Lo scorso anno la Banca ha svolto nuovamente un ruolo attivo nel facilitare la cooperazione tra le banche centrali. Oltre alle regolari riunioni dei Governatori delle banche centrali dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci e della Svizzera e a quelle del Consiglio di amministrazione, la Banca ha organizzato incontri periodici di funzionari delle banche centrali, per esaminare questioni quali l'evoluzione dei mercati dell'oro, dei cambi e delle eurovalute, nonché per effettuare studi e scambiare informazioni su altri problemi economici, monetari, tecnici e giuridici interessanti le banche centrali.

La Banca ha continuato a partecipare, in qualità di osservatore, ai lavori del Comitato ad interim del Consiglio dei governatori del Fondo monetario internazionale per il Sistema monetario internazionale. Dopo la riunione del Comitato del 31 agosto 1975 a Washington, la Banca ha convenuto di svolgere le funzioni di segretario in connessione agli accordi raggiunti dai paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci sulle future transazioni in oro.

La Banca ha inoltre continuato a mettere a disposizione il Segretariato per il Comitato dei governatori delle banche centrali dei paesi membri della Comunità economica europea e per il Consiglio dei governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria, nonché per i loro sottocomitati e gruppi di esperti. Questi ultimi comprendono in particolare: il Comitato dei sostituti dei governatori, che sistematicamente prepara gli studi sottoposti alla discussione nelle riunioni dei Governatori; un gruppo specializzato in questioni concernenti i mercati dei cambi, le politiche di intervento su tali mercati e i crediti comunitari (sistema dei cambi nella Comunità, prestiti comunitari, ecc.); un gruppo incaricato di esaminare periodicamente la situazione monetaria dei paesi membri e i problemi derivanti dal coordinamento delle politiche monetarie nazionali; un gruppo che studia l'armonizzazione degli strumenti di politica monetaria impiegati dai paesi membri (tale gruppo è responsabile nei confronti del Comitato monetario della CEE e del Comitato dei governatori); un gruppo a cui è affidata l'elaborazione del regolamento per il futuro personale del Fondo europeo di cooperazione monetaria (compito recentemente portato a termine); un Comitato ad hoc costituito nell'estate del 1975 per studiare i problemi derivanti dal progetto di legge statunitense sull'attività delle banche estere negli Stati Uniti.

Nel periodo 1975-76 tali comitati e gruppi hanno tenuto numerose riunioni regolari e specifiche, per la maggior parte a Basilea e generalmente in preparazione delle discussioni fra i Governatori. Sulla base dei loro lavori i Governatori hanno potuto adottare diverse decisioni e preparare relazioni e pareri per i Ministri delle finanze dei paesi della CEE o per le autorità monetarie dei paesi esterni alla Comunità, concernenti in particolare il sistema comunitario dei cambi (le relative modalità di funzionamento e di adattamento, nonché la possibilità di associare altri paesi e di

rafforzare ed estendere geograficamente la politica di interventi concordati fra le banche centrali) l'esecuzione di operazioni finanziarie connesse con i prestiti comunitari, il coordinamento nel campo della vigilanza bancaria e le conseguenze che il progetto di legge presentato negli Stati Uniti potrebbe avere per le banche europee ivi operanti.

La Banca ha altresì messo a disposizione il Segretariato per il Comitato per la regolamentazione e la vigilanza bancaria, costituito nel dicembre 1974 dai Governatori dei paesi aderenti al Gruppo dei Dieci. La Banca ha anche continuato ad esercitare le funzioni, conferitele nell'agosto 1964 dai Ministri del Gruppo dei Dieci, di raccogliere e distribuire a tutti i paesi membri e al Gruppo di lavoro 3 dell'OCSE i dati statistici circa il finanziamento dei saldi attivi e passivi con l'estero dei paesi stessi. Essa ha altresì continuato a raccogliere, analizzare e distribuire dati statistici sul mercato delle eurovalute, nonché ad associarsi agli altri lavori compiuti dal Gruppo dei Dieci e dall'OCSE.

Infine la Banca ha continuato ad agire come Segretariato per gli esperti di informatica delle banche centrali dei paesi aderenti al Gruppo dei Dieci che si sono riuniti sia presso la BRI sia presso le diverse banche centrali per lo scambio di idee e di esperienze in merito all'uso e allo sviluppo delle procedure e delle funzioni degli elaboratori elettronici, fornendo loro la propria assistenza in questi problemi e in altri ad essi collegati. Gli esperti hanno seguito particolarmente l'evoluzione nel settore della tecnica dei pagamenti internazionali ed il lavoro sulle norme unificate ad essi connesse, in corso di elaborazione in seno all'ISO (Organizzazione internazionale per la normalizzazione). Essi hanno prestato particolare attenzione agli aspetti della sicurezza e dell'affidabilità dei sistemi elettronici per i messaggi finanziari ed i pagamenti. Le loro discussioni sono state estese fino ad includere un esame particolareggiato sia delle probabili implicazioni politico-economiche inerenti ai possibili sviluppi nel settore dei pagamenti, sia dei problemi specifici relativi agli ordini di pagamento, alle procedure di autenticazione dei messaggi, ecc. Nel corso dell'anno sono stati compiuti progressi per impiantare su base sperimentale una banca elettronica dei dati, che contenga informazioni macro-monetarie ed economiche di interesse per le banche centrali partecipanti. Questo esperimento permetterà lo scambio di informazioni aggiornate tra le banche centrali e la BRI e, tra l'altro, renderà possibile una valutazione dell'utilità di un siffatto servizio per la BRI e per le banche centrali.

## 2. Operazioni del Dipartimento bancario.

Il bilancio e il conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1976, certificati dai revisori dei conti, sono riprodotti alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro.\*

\* \*  
\*

\* Qualora non sia diversamente specificato, tutti gli importi riportati in questo capitolo sono espressi in franchi oro (abbreviati in F). Il franco oro equivale a gr. 0,290 322 58 ... di oro fino—Articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di 1 \$ USA = gr. 0,736 662 di oro fino; per tutte le altre partite in valuta sono stati adottati i tassi di cambio centrali o di mercato rispetto al dollaro USA.

Il totale di bilancio al 31 marzo 1976 ha raggiunto una cifra senza precedenti pari a contro, al 31 marzo 1975,

F 43.425.770.553

F 41.940.402.173

Si è pertanto registrato un incremento di

F 1.485.368.380

pari al 3,5%, considerevolmente inferiore a quello del precedente esercizio finanziario (10.325 milioni, ovvero il 32,7%).

**BRI: Totali di bilancio negli ultimi dieci esercizi finanziari.**

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Totale di bilancio		Variazione rispetto all'esercizio precedente	
	milioni di franchi		percentuali	
1967	8.232	+ 350	+ 4	
1968	12.041	+ 3.809	+ 46	
1969	14.643	+ 2.602	+ 22	
1970	20.699	+ 6.056	+ 41	
1971	23.856	+ 3.157	+ 15	
1972	29.362	+ 5.506	+ 23	
1973	25.250	- 4.112	- 14	
1974	31.615	+ 6.365	+ 25	
1975	41.940	+10.325	+ 33	
1976	43.426	+ 1.486	+ 4	

Nel bilancio non sono compresi:

- 1) gli effetti e gli altri titoli in custodia per conto di banche centrali e di altri depositanti;
- 2) le attività detenute in virtù delle funzioni svolte dalla Banca (come Terzo designato, fiduciario o agente) in connessione con i prestiti internazionali;
- 3) le attività e passività derivanti dalle funzioni della Banca quale Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria in relazione alle operazioni dei prestiti comunitari;
- 4) l'oro in custodia presso la BRI, che al 31 marzo 1976 ammontava a 1.160 milioni di franchi, rispetto a 1.091 milioni di franchi al 31 marzo 1975.

**PASSIVO (COMPOSIZIONE DELLE RISORSE).**

**BRI: Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi dieci esercizi finanziari.**

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Capitale versato e riserve	Fondi ricevuti in prestito	Altre passività	Totale di bilancio
	milioni di franchi			
1967	151	7.764	317	8.232
1968	170	11.548	323	12.041
1969	200	14.133	310	14.643
1970	463	20.060	176	20.699
1971	539	23.086	231	23.856
1972*	754	28.401	207	29.362
1973*	849	24.179	222	25.250
1974*	967	30.378	270	31.615
1975*	1.122	40.435	363	41.940
1976*	1.253	41.617	556	43.426

\* Dopo la ripartizione dell'utile netto d'esercizio.

A. Capitale, riserve, accantonamenti e passività diverse.

a) Capitale versato F 300.703.125

Il capitale autorizzato è rimasto invariato; così pure il capitale emesso, che è suddiviso in 481.125 azioni, liberate nella misura del 25%.

b) Riserve

1) *Fondo di riserva legale* F 30.070.313

Il relativo importo è immutato rispetto al 31 marzo 1971, anno in cui ha raggiunto il livello massimo previsto dall'articolo 51(1) dello Statuto, e cioè il 10% del capitale versato.

2) *Fondo di riserva generale*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1975-76 F 423.847.193

contro 371,4 milioni di franchi al 31 marzo 1975; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è quindi di 52,4 milioni di franchi; l'attribuzione prevista al detto Fondo è conforme alle disposizioni dell'articolo 51(3) dello Statuto.

3) *Fondo speciale di riserva per dividendi* F 75.175.781

Il relativo importo è rimasto invariato.

4) *Fondo di riserva libero*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1975-76 F 423.118.200

contro 344,5 milioni di franchi al 31 marzo 1975; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è quindi di 78,6 milioni di franchi.

Dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1975-76 le riserve totali della Banca ammontano pertanto a F 952.211.487

contro 821,2 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio, pari ad un incremento di 131 milioni; si rammenta che l'aumento delle riserve totali è stato di 118 milioni nell'esercizio 1973-74 e di 155 milioni nel 1974-75.

c) le "Partite varie" ammontano a F 445.658.395

contro 265,7 milioni di franchi al 31 marzo 1975; l'aumento di 180 milioni è prevalentemente dovuto a rettifiche contabili rese necessarie dal fatto che molti *swaps* su oro sono stati conclusi a prezzi di mercato, quindi su una base diversa dal sistema di conversione riportato nella nota a pagina 125.

d) Accantonamento per costruzioni F 62.965.885

contro 90,6 milioni di franchi; la diminuzione di 27,6 milioni di franchi deriva dal regolamento di spese ammontanti a 26,1 milioni di franchi e da una differenza di cambio di 1,5 milioni di franchi.

e) Conto profitti e perdite, *prima* della ripartizione

F 178.876.749

Tale importo rappresenta l'utile netto per l'esercizio 1975-76, con una diminuzione di 3,2 milioni di franchi rispetto all'utile netto dell'esercizio precedente, pari a 182,1 milioni, che ha rappresentato una cifra senza precedenti. I particolari delle proposte di ripartizione dell'utile per il 1975-76, soggetta per la prima volta alle nuove disposizioni dell'articolo 51 dello Statuto, approvate dall'Assemblea generale straordinaria l'8 luglio 1975, sono riportati al paragrafo 6 di questo capitolo; tali proposte, di cui si è fatta frequentemente menzione a proposito dell'andamento delle riserve, raccomandano in particolare di devolvere 47.876.749 franchi - contro 27,1 milioni dell'esercizio precedente - in pagamento del dividendo, di 100 franchi svizzeri, da effettuarsi alla data del 1° luglio 1976.

B. Fondi ricevuti in prestito.

Le tabelle che seguono indicano l'*origine*, la *scadenza* e la *natura* delle risorse ricevute in prestito dalla Banca.

BRI: Origine delle risorse ricevute in prestito.

Origine	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1975	1976	
	milioni di franchi		
Depositi di banche centrali . . . . .	38.851	39.976	+ 1.115
Depositi di altri depositanti . . . . .	909	1.641	+ 732
Effetti . . . . .	665	—	— 665
<b>Totale . . . . .</b>	<b>40.435</b>	<b>41.617</b>	<b>+ 1.182</b>

L'incremento registrato nei "Depositi di banche centrali" è stato modesto, specie in termini relativi (2,9%), e va ascritto soprattutto ai depositi in dollari USA, per contro, le passività in franchi svizzeri e, in minor misura, in marchi tedeschi sono diminuite.

Le rimanenti due voci registrano variazioni che praticamente si compensano:

- 1) I "Depositi di altri depositanti" sono quasi raddoppiati, soprattutto per effetto di entrate di fondi in dollari USA dal mercato; e
- 2) la voce "Effetti" è stata liquidata, a seguito del mancato rinnovo, in gennaio e febbraio, del saldo in essere degli effetti in franchi svizzeri, emessi dalla Banca e sottoscritti dalle banche commerciali; questa voce, istituita nel giugno 1963, è apparsa da allora in bilancio praticamente senza interruzione.

Tra le categorie sopra menzionate di fondi ricevuti in prestito la preminenza sul totale della prima - "Depositi di banche centrali" - rimane invariata rispetto al livello di inizio d'esercizio (96%).

**BRI: Scadenza e natura delle risorse ricevute in prestito.**

Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valute			Effetti		
	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1975	1976		1975	1976		1975	1976	
milioni di franchi									
A vista . . . . .	3.079	2.568	- 511	365	682	+ 317	-	-	-
Fino a tre mesi . . . . .	481	642	+ 161	29.197	30.233	+ 1.036	665	-	- 665
Ad oltre tre mesi . . . . .	9	310	+ 301	6.639	7.182	+ 543	-	-	-
<b>Totale . . . . .</b>	<b>3.569</b>	<b>3.520</b>	<b>- 49</b>	<b>36.201</b>	<b>38.097</b>	<b>+ 1.896</b>	<b>665</b>	<b>-</b>	<b>- 665</b>

Rispetto al totale delle risorse ricevute in prestito la percentuale dei depositi in oro è ancora diminuita anche se, questa volta, solo molto lievemente.

a) Depositi in oro F 3.519.616.019

contro 3.569 milioni di franchi al 31 marzo 1975, pari ad una riduzione di 49 milioni; la contrazione di 511 milioni nei depositi a vista, dovuta ai prelievi effettuati dalle banche centrali, è solo parzialmente compensata da trasferimenti a conti vincolati.

b) Depositi in valute F 38.096.738.893

contro 36.201 milioni di franchi al 31 marzo 1975, pari ad un aumento di 1.896 milioni (5,2%); di tale incremento solo un sesto va attribuito ai depositi a vista, il cui ammontare complessivo è, purtuttavia, quasi raddoppiato; la parte residua riguarda depositi fino a tre mesi e, in minor misura, ad oltre tre mesi.

**ATTIVO (UTILIZZO DELLE RISORSE).**

**BRI: Composizione delle attività a vista e di altri investimenti.**

Natura	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo				Variazione	
	1975		1976			
milioni di franchi						
Attività a vista						
Oro . . . . .	4.122		3.993		- 129	
Valute . . . . .	87	4.209	72	4.065	- 15	- 144
Buoni del Tesoro						
Valute . . . . .		515		289		- 226
Depositi vincolati e prestiti						
Oro . . . . .	104		49		- 55	
Valute . . . . .	31.782	31.886	34.530	34.579	+ 2.748	+ 2.693
Titoli a termine						
Valute . . . . .		5.143		4.453		- 690
<b>Totale</b>						
Oro . . . . .	4.226		4.042		- 184	
Valute . . . . .	37.527	41.753	39.354	43.396	+ 1.827	+ 1.643

La tabella nella pagina precedente illustra la composizione delle principali attività della Banca in base alla loro *natura*.

La ripartizione di queste voci attive richiede i commenti seguenti:

a) Oro F 3.992.834.022

consistente unicamente in oro in barre, contro 4.122 milioni di franchi al 31 marzo 1975. La leggera riduzione di 129 milioni durante l'ultimo esercizio finanziario va ascritta all'utilizzazione netta di oro in *swaps* contro valute e al rimborso di depositi ricevuti in oro, già menzionati. Tuttavia, l'effetto di queste due categorie di operazioni è stato attenuato dalla scadenza di investimenti in oro. D'altra parte occorre rilevare che, come indicato alla nota 3 in calce al Bilancio, la parte degli averi in oro costituita in pegno è passata, da 334 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio finanziario a 700 milioni, con un incremento di 366 milioni.

b) Cassa in contanti e in conti a vista presso le banche F 71.791.282

contro 87 milioni di franchi al 31 marzo 1975, pari ad una riduzione di 15 milioni.

c) Buoni del Tesoro F 289.001.315

contro 515 milioni di franchi al 31 marzo 1975, pari ad una riduzione di 226 milioni.

d) Depositi vincolati e prestiti F 34.578.489.352

contro 31.886 milioni di franchi al 31 marzo 1975. L'aumento di 2.693 milioni, cioè dell'8,4%, nel corso dell'esercizio finanziario è stato di gran lunga più elevato dell'espansione delle attività totali, avendo le altre voci registrato una contrazione come risulta dalla tabella che precede.

La componente in oro passa da 104 milioni a 49 milioni, avendo la Banca smobilizzato gli investimenti in oro sotto forma di depositi vincolati, come dianzi menzionato.

I depositi vincolati e i prestiti in valuta, saliti da 31.782 milioni a 34.530 milioni, registrano un aumento abbastanza sensibile pari a 2.748 milioni. L'accrescimento, essenzialmente in dollari USA, rappresenta facilitazioni accordate ad un numero alquanto rilevante di banche centrali e ulteriori investimenti effettuati su diversi mercati. Come nel passivo, gli investimenti in franchi svizzeri in particolare, e in marchi tedeschi hanno manifestato una contrazione.

e) Titoli a termine F 4.463.458.413

contro 5.143 milioni al 31 marzo 1975. La riduzione di 680 milioni, e cioè del 13,2%, corrisponde all'incirca alla differenza tra i certificati bancari di deposito venuti a scadenza e l'acquisto di altri tipi di titoli.

La tabella che segue riproduce la ripartizione dei Depositi vincolati e prestiti nonchè dei Titoli a termine, suddivisi per *scadenza*.



**BRI: Depositi vincolati e prestiti e Titoli a termine, suddivisi per scadenza.**

Periodi	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1975	1976	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi . . . . .	27.546	29.493	+ 1.947
Ad oltre tre mesi . . . . .	9.483	9.549	+ 66
Totale . . . . .	37.029	39.042	+ 2.013

Come risulta dalla tabella, quasi tutto l'incremento va ascritto ad investimenti con scadenza non superiore ai tre mesi.

f) Partite varie

F 30.196.168

contro 187 milioni di franchi al 31 marzo 1975. La forte contrazione di 157 milioni è derivata dalle rettifiche contabili dianzi menzionate a proposito della voce "Partite varie" del passivo.

Operazioni a termine su oro.

Questa voce, che figura alla nota 2 in calce al Bilancio, ha conseguito un saldo attivo netto (oro da ricevere) di

F 174.708.398

contro un saldo di 40 milioni alla fine di marzo 1975. L'incremento di 135 milioni, notevole in termini relativi, va ascritto all'effetto netto delle operazioni di *swaps* in oro (riacquistato a termine) contro valute, cui si è già accennato a proposito delle attività in oro alla voce a).

**3. Le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali.**

In conformità degli accordi in vigore, la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Fiduciario per le nuove obbligazioni emesse dal Governo della Repubblica federale tedesca, ai termini dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953, rispettivamente per il Prestito estero tedesco 1924 (Prestito Dawes) e per il Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (Prestito Young).

Per il Prestito Dawes, tutte le obbligazioni convertite e consolidate in essere sono rispettivamente giunte a scadenza nell'ottobre del 1969 e del 1972. In conformità dell'articolo 16 dell'Obbligazione Generale del Prestito Dawes del 10 ottobre 1924, il Fiduciario ha rimborsato al governo tedesco gli importi non richiesti in pagamento alla data del 30 settembre 1975 da parte dei detentori delle obbligazioni convertite in essere e delle relative cedole.

Per il Prestito Young, l'esercizio finanziario 1975-76 si è chiuso il 1° giugno 1976. I relativi interessi sono ammontati a circa 25,1 milioni di franchi e sono stati debitamente versati alla Banca e da questa distribuiti agli Agenti nazionali. Il rimborso delle obbligazioni convertite, relativamente all'anno finanziario 1975-76, è stato

effettuato in parte mediante acquisti di obbligazioni sul mercato e in parte mediante sorteggio. Tutte le obbligazioni consolidate in essere sono state rimborsate il 1° dicembre 1972, mentre la data ultima di scadenza delle obbligazioni convertite è il 1° giugno 1980.

La questione se la garanzia di cambio annessa al Prestito Young ai termini dell'Accordo di Londra sia applicabile nel caso delle rivalutazioni del DM del 1961 e 1969 è stata deferita nel maggio 1971 alla corte di arbitraggio prevista dal suddetto Accordo; la procedura arbitrale è attualmente in corso. Per quanto concerne la più recente questione, se cioè la garanzia di cambio sia applicabile allorchè le valute di emissione del Prestito Young subiscono variazioni effettive nel valore di cambio - in seguito all'adozione di tassi di cambio fluttuanti o di tassi centrali - senza che peraltro intervenga una variazione formale nelle rispettive parità, la Banca, in quanto Fiduciario, ha richiamato su tale problema l'attenzione dei governi dei paesi in cui sono state effettuate le emissioni del prestito in parola, invitando gli stessi ad esaminare la questione e ad adoperarsi al fine di pervenire ad una adeguata soluzione.

**Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (Prestito Young).  
Obbligazioni convertite.**

Emissione	Valuta	Valore di rimborso*			
		Obbligazioni emesse	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		Saldo
			dal 1958-59 al 1974-75	1975-76	
Americana . . .	\$	67.086.000	17.901.000	1.618.000	47.567.000
Belga . . . . .	fr.belgi	202.870.000	51.974.000	4.762.000	146.134.000
Britannica . . .	£	20.666.300	5.286.300	485.200	14.894.800
Francese . . . .	fr.fr.	501.900.000	129.669.000	11.916.000	360.315.000
Olandese . . . .	florini	52.580.000	13.250.000	1.204.000	38.126.000
Svedese . . . . .	cor.sv.	92.780.000	24.056.000	2.210.000	66.514.000
Svizzera . . . .	fr.sv.	58.393.000	14.727.000	1.309.000	42.357.000
Tedesca . . . . .	DM	14.509.000	3.603.000	307.000	10.599.000

\* Valore di rimborso al 1° maggio 1976, determinato in conformità delle disposizioni dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953, ma senza tener conto delle rivalutazioni del DM del 1961 e del 1969, della fluttuazione dei tassi di cambio e dell'introduzione - ed in alcuni casi della successiva variazione - dei tassi centrali per alcune valute di emissione.

La Banca svolge anche le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni convalidate del Prestito internazionale del Governo austriaco 1930, le cui operazioni sono state eseguite in conformità degli accordi relativi.

La situazione di questo prestito è indicata nella seguente tabella.

**Prestito internazionale del governo austriaco 1930.**

Emissione	Valuta	Valore nominale			
		Obbligazioni convalidate	Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari		Saldo
			dal 1959 al 1974	1975	
Americana . . . .	\$	1.667.000	1.293.000	103.000	271.000
Anglo-olandese . . . .	£	856.600	640.700	51.400	164.500
Svizzera . . . . .	fr.sv.	7.102.000	4.723.000	429.000	1.950.000

**4. La Banca come Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio.**

La tabella che segue riporta l'ammontare dei prestiti garantiti emessi tra il 1954 e il 1961 dalla Comunità europea del carbone e dell'acciaio per la quale la Banca esercita le funzioni di Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità il 28 novembre 1954.

Durante l'esercizio finanziario 1975-76, per il servizio dei prestiti garantiti la Banca ha ricevuto l'equivalente di circa 8 milioni di franchi per interessi e circa 32 milioni di franchi per rimborsi. A fine esercizio, il totale complessivo in essere si è ridotto a circa 146 milioni di franchi.

**Prestiti garantiti della CECA.**

Serie dei titoli garantiti	Date di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Ammontare dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1976	Saggio d'interesse %	Anno di scadenza finale o di rimborso
1°	1954	Stati Uniti	Governo USA	\$ 100.000.000	25.000.000	3 <sup>7</sup> / <sub>8</sub>	1979
2°	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	Fr.belgi 200.000.000	75.600.000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1982
3°	1955	Germania	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf <sup>1</sup>	DM 50.000.000	12.392.600	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1981
4°	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	Fr.belgi 20.000.000 Fr.luss. 5.000.000	7.560.000 —	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> 3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1982 1961
5°	1956	Saar	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	DM 2.977.450 <sup>2</sup>	404.933	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1977
6°	1956	Svizzera	Emissione pubblica	Fr.sv. 50.000.000	—	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1974
7°	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	—	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1975
8°			Emissione pubblica	\$ 7.000.000	—	5	1962
9°			Prestiti bancari	\$ 3.000.000	—	5	1962
10°	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	46.005.703	5 <sup>2</sup> / <sub>8</sub>	1982
11°	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	7.400.000	5	1978
12°			Emissione pubblica	\$ 15.000.000	—	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1963
13°	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	8.500.000	5 <sup>2</sup> / <sub>8</sub>	1980
14°			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	1963
			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 <sup>7</sup> / <sub>8</sub>	1964
15°	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	Fr.luss. 100.000.000	60.818.219	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1986
16°	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Fiorini 50.000.000	19.850.000	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1981

<sup>1</sup> I creditori originari Rheinische Girozentrale und Provinzialbank e Landesbank für Westfalen Girozentrale si sono fusi a partire dal 1° gennaio 1969, adottando la denominazione Westdeutsche Landesbank Girozentrale.  
<sup>2</sup> Questo prestito, negoziato in franchi francesi, è stato convertito in DM nel 1959. L'importo originario ammontava a 350 milioni di vecchi franchi francesi.

## 5. La Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria.

La Banca ha continuato a svolgere le funzioni, assunte a partire dal 1° giugno 1973, di Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria. Questa istituzione comunitaria, costituita il 6 aprile 1973 dagli stati membri della Comunità economica europea, si trova tuttora in fase iniziale di operatività, ma la sua attività è divenuta recentemente più diversificata in seguito alla conclusione, nel marzo e aprile del 1976, delle prime operazioni creditizie comunitarie, la cui amministrazione è stata affidata al Fondo.

In quanto agente tecnico del Fondo, la Banca svolge ora due tipi di funzioni: da un lato, operazioni contabili concernenti il funzionamento del sistema dei cambi introdotto nella Comunità nell'aprile del 1972 e, dall'altro, le nuove funzioni relative all'esecuzione delle operazioni finanziarie connesse con i crediti comunitari.

Nel primo caso, il ruolo della Banca consiste principalmente nel tenere i conti del Fondo, registrandovi:

- i debiti e i crediti nei confronti del Fondo delle banche centrali CEE che partecipano al "serpente" monetario, derivanti dagli interventi effettuati dalle predette banche nelle valute dei paesi membri allo scopo di mantenere un margine fisso di fluttuazione tra i tassi di cambio non superiore al 2,25 %;
- il regolamento periodico di tali debiti e crediti, generalmente al termine del mese successivo all'intervento;
- operazioni effettuate in connessione con l'accordo di sostegno monetario a breve termine (le operazioni di questo genere sono scomparse dai libri contabili del Fondo nel dicembre 1974, allorché il sostegno monetario ricevuto dalla Banca d'Italia durante i precedenti nove mesi è stato consolidato in assistenza finanziaria a medio termine).

Durante l'esercizio finanziario 1975-76, il volume delle operazioni contabili è variato notevolmente in linea con la situazione sui mercati dei cambi dei paesi CEE partecipanti al "serpente" e con il maggiore o minor ricorso di questi paesi ad interventi in dollari che non vengono registrati nei libri contabili del Fondo.

Nella sua nuova funzione di Agente del Fondo per l'amministrazione delle operazioni di credito concluse dalla Comunità in conformità dei regolamenti e delle risoluzioni adottate dal Consiglio delle Comunità europee nel febbraio 1975 e nel marzo 1976, la Banca è principalmente responsabile delle seguenti mansioni:

- esecuzione dei pagamenti connessi con le operazioni di credito;
- apertura dei necessari conti nei libri contabili del Fondo e registrazione di tali operazioni finanziarie;
- controllo delle scadenze stabilite dai contratti relativi alle operazioni di credito per il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale;
- comunicazione alla Commissione delle Comunità europee delle operazioni effettuate per conto della CEE.

I pagamenti summenzionati vengono effettuati per mezzo dei conti che il Fondo ha aperto a suo nome presso la Banca; tali conti sono peraltro puramente di transito, in quanto le somme ricevute dal Fondo in base agli accordi di credito conclusi dalla Comunità vengono trasferite, con stessa data di valuta, sul conto specificato dalla banca centrale del paese destinatario del relativo prestito.

Le prime operazioni di credito della Comunità sono ammontate a circa \$USA 1,3 miliardi; di questo importo i dieci tredicesimi sono stati messi a disposizione dell'Italia e i tre tredicesimi dell'Irlanda.

## 6. Distribuzione dell'utile netto.

I conti relativi al quarantaseiesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1976, presentano un saldo attivo di gestione di 184.464.774 franchi a fronte di 187.622.476 franchi per l'esercizio finanziario precedente e di 168.212.066 franchi per l'esercizio 1973-74. La contrazione registrata nel periodo sotto rassegna va attribuita in via principale alla riduzione dei margini medi tra i saggi d'interesse percepiti dalla Banca sui fondi detenuti in valuta, e quelli corrisposti dalla stessa sui depositi dei suoi clienti, nonché all'aumento del livello dei costi di amministrazione della Banca.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 5.588.025 franchi allo "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione"; quest'anno non è stata effettuata alcuna attribuzione all'"Accantonamento per costruzioni". A seguito del suddetto trasferimento l'utile netto ammonta a 178.876.749 franchi, contro 182.063.281 franchi del precedente esercizio finanziario e 145.063.281 franchi dell'esercizio 1973-74. La distribuzione di tale importo è stabilita dall'articolo 51 dello Statuto.

In conformità di quanto ivi disposto, il Consiglio di amministrazione raccomanda che l'Assemblea generale ripartisca l'utile netto di 178.876.749 franchi nel modo seguente:

- 1) un importo di 47.876.749 franchi per il pagamento del dividendo di 100 franchi svizzeri per azione;
- 2) un importo di 52.400.000 franchi al Fondo di riserva generale; ed infine
- 3) un importo di 78.600.000 franchi, rappresentante la rimanenza dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Il dividendo di 100 franchi svizzeri per azione raccomandato dal Consiglio di amministrazione, contro l'importo di 75,05 franchi svizzeri per azione pagato nel precedente esercizio finanziario, riflette il maggior potere discrezionale attribuito al Consiglio per quanto concerne le raccomandazioni in materia di dividendo, risultante dall'emendamento degli articoli 51 e 52 dello Statuto della Banca, approvato dall'Assemblea generale straordinaria tenuta nel luglio 1975.

Se le summenzionate proposte saranno accettate, il dividendo sarà corrisposto il 1° luglio 1976 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1976.

Il bilancio, il conto profitti e perdite e la tabella relativa alle variazioni nell' "Accantonamento per costruzioni" nel corso dell'esercizio finanziario sono riportati alla fine della presente Relazione. I conti della Banca sono stati esaminati dai revisori Price Waterhouse & Co. di Zurigo, i quali hanno confermato che il bilancio e il conto profitti e perdite, ivi comprese le relative note, rispecchiano in modo veritiero e imparziale la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1976, e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in fondo al bilancio.

#### **7. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione.**

Il mandato del barone Ansiaux, in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 7 agosto 1975, è stato rinnovato nel luglio dello stesso anno dal Signor Cecil de Strycker, Governatore della Banca nazionale del Belgio, in base all'articolo 27(2) dello Statuto.

Nell'agosto 1975 il Dott. Paolo Baffi è succeduto al Dott. Guido Carli nella carica di Governatore della Banca d'Italia, divenendo così membro di diritto del Consiglio in sostituzione del Dott. Carli. Nella riunione del Consiglio tenutasi il 14 ottobre 1975 il Presidente ha espresso la sincera e profonda gratitudine di tutti i membri del Consiglio per gli eminenti servizi resi alla Banca dal Dott. Carli nel periodo della sua permanenza in carica, durato oltre quindici anni.

Nel corso della stessa riunione il Presidente ha informato il Consiglio che il Dott. Baffi, avvalendosi delle disposizioni di cui agli articoli 27(2) e 28 dello Statuto, ha nominato il Dott. Antonino Occhiuto a ricoprire la carica resasi vacante nel Consiglio in seguito alla sua nomina a Governatore della Banca d'Italia per il restante periodo del suo mandato, giunto a scadenza il 7 novembre 1975, e per un ulteriore periodo di tre anni. Il Presidente ha altresì annunciato che il Dott. Baffi ha nominato suoi Sostituti il Dott. Rinaldo Ossola, già Sostituto del Dott. Carli e il Dott. Mario Ercolani al posto del Prof. Francesco Masera. Il Presidente ha espresso al Prof. Masera l'apprezzamento della Banca per i preziosi servizi resi durante un periodo di quasi sette anni.

Nella riunione del Consiglio tenutasi il 9 dicembre 1975 il Presidente ha annunciato che il Dott. Karl Klasen, presidente della Deutsche Bundesbank ha nominato il Dott. Johann Schöllhorn alla carica di Consigliere in sostituzione del Dott. Leonhard Gleske. Tale nomina è stata effettuata in base agli articoli 27(2) e 28 dello Statuto per un periodo di tre anni che si concluderà il 31 dicembre 1978. Il Presidente ha ringraziato il Dott. Gleske per gli apprezzati servizi resi alla Banca durante il suo periodo di permanenza in carica, durato oltre cinque anni.

Il mandato del Dott. Jelle Zijlstra, eletto alla carica di Consigliere in base all'articolo 27(3) dello Statuto è venuto a scadere il 31 marzo 1976. Egli è stato rieletto nella riunione del Consiglio tenutasi il 9 marzo 1976.

Nel corso della stessa riunione il Presidente ha informato il Consiglio che il Dott. Klasen con effetto dal 1° aprile 1976, ha nominato suo Sostituto il Dott. Leonhard Gleske al posto del Signor Johannes Tüngeler. Egli ha espresso al Signor Tüngeler la gratitudine della Banca per i suoi preziosi servizi resi durante un periodo di quasi sette anni.

Il Dott. Milton Gilbert, Consigliere economico della Banca e Capo del Dipartimento monetario ed economico dal 1960, ha lasciato la sua carica alla fine del dicembre 1975. Nella riunione del Consiglio tenutasi il 9 dicembre 1975 il Presidente ha espresso al Dott. Gilbert a nome di tutti i membri del Consiglio la gratitudine per la grande perizia e competenza professionale ognora dimostrata nell'espletamento delle sue importanti funzioni. Nella riunione di ottobre 1975 il Consiglio ha nominato il Prof. Alexandre Lamfalussy Consigliere economico e Capo del Dipartimento monetario ed economico con decorrenza dal 1° gennaio 1976.

Il Presidente ha annunciato nel corso della riunione del Consiglio tenutasi il 9 marzo 1976 che la Banca ha deciso di promuovere il Dott. Warren D. McClam e il Signor Michael G. Dealtry al grado di Direttore Supplente, con decorrenza dal 1° aprile 1976.

\* \*  
\*

La Banca ha appreso con profondo rammarico la notizia del decesso del Dott. Johan Willem Beyen avvenuta il 29 aprile 1976. Il Dott. Beyen era stato Sostituto del Presidente dal maggio 1935 al maggio 1937 e Presidente della Banca dal maggio 1937 fino alla fine di dicembre del 1939.

## CONCLUSIONI.

Nel mondo industriale occidentale la ripresa è ormai bene avviata. Non sono in vista segni di un prematuro rallentamento e alcuni fra i paesi-guida sembrano essere addirittura sulla soglia di un nuovo *boom*. I principali problemi di fondo non sono stati tuttavia risolti. Con poche eccezioni, l'inflazione procede ancora a tassi storicamente elevati, le prospettive circa i livelli di disoccupazione permangono inquietanti e sussistono seri dubbi sulla possibilità di portare la spesa per investimenti ad un livello tale da assicurare un soddisfacente ritmo di crescita nel lungo periodo. Tuttavia, uno sviluppo relativamente rapido della capacità produttiva è necessario per varie ragioni: senza di esso è improbabile che possano essere soddisfatte le aspettative sociali nei paesi industriali; nuova capacità produttiva è necessaria per assorbire disoccupazione; infine, argomento non meno importante, i paesi industriali si trovano di fronte ad un problema di trasferimenti, cioè all'esigenza di provvedere le risorse reali necessarie a compensare il deterioramento delle ragioni di scambio negli anni recenti e, nello stesso tempo, a contribuire alla crescita del livello di vita nei paesi meno sviluppati non produttori di petrolio.

La politica economica dovrebbe quindi mirare ad un duplice obiettivo: cercare, da un lato, di mantenere saldamente sotto controllo la spesa globale, per evitare che l'espansione divenga incontrollabile; dall'altro, di aumentare la quota degli investimenti sul totale della spesa, a scapito dei consumi.

Quali direttrici di politica economica paiono appropriate a tal fine?

La *politica monetaria* dovrebbe svolgere il ruolo principale nella realizzazione del primo obiettivo. In molti paesi l'offerta di moneta in termini reali ha finora mostrato un tasso di crescita inferiore a quello della corrispondente fase del precedente ciclo economico. Ciò è rassicurante, ma solo fino ad un certo punto. Innanzitutto, questo andamento moderato non è stato conseguito in tutti i paesi. In secondo luogo, gli eccessi di moneta del precedente ciclo sembrano essersi verificati non tanto durante la recessione quanto nella fase iniziale della ripresa, la cui forza era a quell'epoca notevolmente sottovalutata. Vi è ora il pericolo di ripetere lo stesso errore. Le autorità potrebbero essere eccessivamente influenzate da un temporaneo rallentamento nel ritmo della ripresa, dal lento assorbimento della disoccupazione o dalla persistente debolezza di alcuni settori industriali. In tali circostanze, alcuni paesi potrebbero facilmente essere indotti a consentire un elevato tasso di creazione di moneta. A una simile tentazione si dovrebbe resistere in quanto si può verosimilmente ritenere che il sincronismo della ripresa in tutti i maggiori paesi industriali ne assicurerà la continuazione.

In tale contesto potrebbe essere molto utile che un numero maggiore di paesi si impegni in modo esplicito a perseguire un dato obiettivo di crescita di uno o più aggregati monetari. L'utilità di un tale annuncio sarebbe duplice: innanzitutto, potrebbe imporre un vincolo alla politica del governo, specie nel finanziamento monetario del settore pubblico; in secondo luogo, informando l'opinione pubblica e, in particolare, le organizzazioni sindacali nonché gli imprenditori che le autorità si impegnano decisamente a raggiungere l'obiettivo di domare l'inflazione, potrebbe altresì contribuire a placare le aspettative inflazionistiche.



Per acquistare credibilità a questo riguardo, tali obiettivi non dovrebbero prevedere un'espansione dell'offerta di moneta parallela a quella del PNL in termini nominali, in quanto ciò potrebbe significare una implicita accettazione dei tassi correnti di inflazione dei prezzi. Viceversa, obiettivi monetari che possano essere gradualmente ridotti col passare del tempo dovrebbero implicare un rallentamento del tasso di inflazione.

Senza il contributo attivo della *politica fiscale* è molto improbabile, tuttavia, che una politica monetaria moderata sia realizzabile o efficace.

La sua attuabilità potrebbe essere facilmente pregiudicata se, con il procedere della ripresa, dovessero permanere ampi disavanzi del settore pubblico congiuntamente all'atteso calo delle quote di risparmio delle famiglie e a una possibile espansione del fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese. Se l'avanzo finanziario delle famiglie e i disavanzi delle imprese dovessero anche solo ritornare verso i livelli anteriori alla recessione, la domanda di credito complessiva dei settori pubblico e privato potrebbe risultare eccessiva.

In tali circostanze, le banche centrali si troverebbero di fronte ad una spiacevole alternativa. Da un lato, potrebbero soddisfare la domanda di credito di entrambi i settori — ad esempio sotto la spinta delle pressioni politiche suscitate da un persistente ristagno della produzione e dell'occupazione. Ma il risultato sarebbe un'espansione dell'offerta di moneta incompatibile con il contenimento dell'inflazione nel lungo periodo. D'altro lato, le autorità monetarie potrebbero perseguire una politica orientata verso un costante e moderato incremento dell'offerta di moneta, ma correbbero il rischio che la spesa pubblica tenda ad "estromettere" quella del settore privato. Ciò potrebbe avvenire sia direttamente, ove vengano fissati massimali al credito destinato al settore privato o, indirettamente, attraverso un aumento dei saggi d'interesse, dato che la spesa pubblica è notoriamente meno sensibile di quella privata al costo del denaro. In tale evenienza prevarrebbe la disciplina monetaria, ma il prezzo sarebbe lo scoraggiamento della formazione di capitale fisso. Pertanto, se si vuole evitare un'eccessiva creazione di moneta o un aumento dei saggi d'interesse, si può soltanto auspicare che il fabbisogno di indebitamento della pubblica amministrazione si riduca con il procedere della ripresa.

Anche ipotizzando un soddisfacente controllo operativo della massa monetaria, l'efficacia della politica monetaria dipende dal rapporto tra moneta e flusso di spesa. La velocità di circolazione della moneta cambia talora in modo imprevedibile, ma l'esperienza insegna che essa tende ad aumentare con il progredire della fase espansiva. Nel corso di una ripresa vigorosa, le autorità monetarie potrebbero pertanto considerare opportuno abbassare gli obiettivi fissati per l'espansione della moneta. Ma come ottenere questo risultato se, pur assecondando il rilancio della domanda di credito del settore privato, esse dovessero ancora contribuire al finanziamento di un disavanzo pubblico eccessivamente ampio?

Da tali considerazioni si può trarre la conclusione che la condizione necessaria per il successo della politica monetaria è che, con il progredire della ripresa, il settore pubblico riduca considerevolmente il proprio fabbisogno di finanziamento. Ma ciò non è tutto. Anche se il disavanzo pubblico dovesse ridursi in modo soddisfacente, la scelta dei mezzi impiegati per ottenere una simile contrazione è tutt'altro che indifferente. In molti paesi industriali i livelli di imposizione fiscale sui redditi dell'attività produttiva sembrano essere prossimi o superiori ai limiti dell'efficienza

economica, il che equivale a dire che l'ampiezza stessa del settore pubblico costituisce ormai un problema. Per questa ragione, una politica di contenimento del bilancio dovrebbe porre l'accento su riduzioni della spesa pubblica piuttosto che sull'inasprimento dell'imposizione.

Tuttavia, anche una perfetta sintonia tra la politica di bilancio e quella monetaria non potrebbe ottenere molto di più che mantenere la spesa globale in linea con lo sviluppo della capacità produttiva. In un certo numero di paesi una *politica dei redditi*, formulata in parte con l'obiettivo di riportare la redditività delle imprese a livelli soddisfacenti, sarebbe in grado di svolgere un ruolo utile per diverse ragioni fra loro interdipendenti.

Una simile politica potrebbe condurre ad uno spostamento nella composizione della spesa interna dai consumi alla formazione di capitale e, nell'ambito di quest'ultima, dagli investimenti che comportano un risparmio di manodopera a quelli che creano occupazione. Tale politica potrebbe anche contribuire a portare l'aumento dei redditi monetari più in linea con lo sviluppo della produttività. Infine, essa potrebbe consentire ad alcuni paesi — specie a quelli ad economia più aperta, in cui i salari, gli stipendi e gli altri redditi rispondono molto rapidamente all'aumento dei prezzi interni indotto dalle importazioni — di spezzare il circolo vizioso costituito da inflazione e deprezzamento del cambio.

Soltanto negli Stati Uniti le forze di mercato e la gravità della recessione hanno prodotto un rallentamento nella crescita dei salari monetari sufficiente a produrre una flessione nelle retribuzioni reali. Il fatto che ciò non sia avvenuto in altri paesi rispecchia non solo la maggiore preoccupazione di questi per il problema della disoccupazione, ma anche la diffusa incidenza di sistemi di indicizzazione dei salari con carattere più o meno istituzionale. E' improbabile che il mercato produca durante la ripresa ciò che non ha ottenuto nel corso della recessione. Donde l'esigenza in taluni paesi di provvedimenti espliciti di politica dei redditi. Questi dovrebbero essere adeguati alle particolari circostanze di ciascun paese e potrebbero variare da un'accettazione volontaria di direttrici generali basata su un ampio consenso sociale ad una limitazione obbligatoria all'espansione dei redditi.

Le politiche dei redditi, è pur vero, hanno avuto una storia movimentata. Esse sono molto difficili da negoziare, soprattutto quando l'onere delle restrizioni sembra ricadere principalmente sui salariati. Nei paesi in cui si manifesta ora l'esigenza di simili politiche, saranno necessarie notevole coesione sociale e volontà politica per elaborare una formula efficace. Con ogni probabilità, essa dovrà comunque limitare effettivamente l'aumento dei redditi personali di ogni genere e non soltanto quello dei salari. Il successo ottenuto dalla politica britannica dall'agosto scorso, e la probabilità di una sua continuazione per un altro anno paiono confermare che possono essere talora conseguiti progressi reali nella sfera dei redditi.

In breve, ci si può attendere che in futuro le politiche monetaria, fiscale e dei redditi siano tutte chiamate a svolgere il ruolo che è loro consono, con diverse gradazioni secondo i tempi e i paesi.

Una risoluta politica economica sul piano interno appare ancor più auspicabile se l'attuale ripresa congiunturale, il probabile riemergere delle pressioni inflazionistiche e l'esigenza di una maggior formazione di capitale si considerano nel *contesto internazionale*.

L'attuale sistema monetario internazionale è caratterizzato da una singolare assenza di norme rigorose concernenti sia l'aggiustamento delle bilance dei pagamenti sia la creazione di liquidità internazionale.

I tassi di cambio fluttuanti sembrano essere la regola piuttosto che l'eccezione, ma non vi è stata — e probabilmente non vi sarà — una fluttuazione assolutamente libera delle singole monete. Molti paesi continueranno ad intervenire individualmente sui mercati dei cambi sia in quanto partecipanti ad accordi monetari — di cui il "serpente" europeo è l'esempio più rappresentativo — sia per esigenze della propria politica. Inoltre, i paesi possono passare da un regime di cambi ad un altro qualunque se ne presenti la necessità. Il risultato pratico è stato, e potrà continuare ad essere, una sconcertante combinazione di fluttuazioni nei tassi di cambio e di ampi movimenti nelle riserve.

Paradossi ed incertezze abbondano anche nel campo della liquidità internazionale: le riserve in oro, dichiaratamente in procinto di uscire dal sistema, restano pur sempre elevate in volume; le riserve in DSP, dichiaratamente in procinto di divenire il centro del sistema, rappresentano soltanto un modesto elemento nel quadro d'insieme; per contro le monete nazionali, principalmente il dollaro, continuano a costituire la componente maggiore dell'espansione nelle riserve lorde, avendo il credito internazionale raggiunto livelli elevatissimi. Il risultato è che, sebbene sussistano notevoli dubbi sia sul concetto sia sulla misurazione della liquidità internazionale, il finanziamento dei disavanzi si è dimostrato, e potrebbe dimostrarsi anche nel prossimo futuro, più facile di quanto molti osservatori avessero previsto, tranne che nel caso dei più poveri fra i paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio. Peraltro, ciò rispecchierebbe soprattutto la disponibilità di fondi attraverso i canali internazionali privati, integrati da forme *ad hoc* di assistenza concordate tra autorità nazionali su base bilaterale o multilaterale, piuttosto che attraverso la creazione di attività internazionali "nette". In ogni caso le prospettive di un controllo della liquidità globale basato su decisioni concertate a livello internazionale attraverso il FMI sono, a dir poco, remote.

Sarebbe indubbiamente scorretto condannare l'attuale assetto semplicemente perché difetta di coerenza e di logica. Seppure imperfetta, la fluttuazione, abbinata ad un credito bancario internazionale di ampie dimensioni, ha contribuito a salvare il mondo da una profonda depressione. Né sarebbe giustificato attribuire un'intrinseca tendenza inflazionistica alla struttura monetaria di oggi, in contrapposizione alla "disciplina" dei tassi di cambio fissi: in realtà, attraverso l'apprezzamento delle loro monete, i paesi che adottano risolte politiche di stabilizzazione possono isolarsi più efficacemente che in passato dagli impulsi inflazionistici provenienti dall'esterno. Ma l'assenza di regole rigorose di condotta, insieme ad un ampio credito bancario internazionale e all'assistenza ufficiale, crea un ambiente proclive a modalità di comportamento ampiamente divergenti tra i vari paesi. Ciò che in realtà comincia a verificarsi. Tali divergenze ovviamente più che avvicinarci, ci allontanano, da un ordinamento accettabile dei problemi mondiali. Per prevenire tali influenze disgregatrici gli artefici delle politiche economiche nazionali dovranno chiaramente far fronte al loro compito primario di creare le condizioni necessarie per uno sviluppo equilibrato e non inflazionistico.

La lotta contro la polarizzazione del mondo industriale in gruppi di paesi che seguono vie divergenti avrà tuttavia successo solo se vi sarà un certo coordinamento

delle politiche economiche nazionali e se diverrà un obiettivo riconosciuto un certo grado di stabilità dei cambi.

Il tema dominante che ricorre nella presente Relazione è che il sincronismo e il vigore dell'attuale ripresa potrebbero ben presto giustificare un indirizzo moderatore — se non restrittivo — nella politica monetaria, adeguatamente assistito da politiche di bilancio e dei redditi. Ciò solleva la difficile questione del *coordinamento internazionale delle politiche di stabilizzazione*. Se l'esperienza passata può essere di guida, è probabile che gli Stati Uniti e la Germania si pongano alla testa di questa tendenza moderatrice, sia perché entrambi i paesi sono ben incamminati lungo la via della ripresa, sia in considerazione della loro radicata avversione all'inflazione. Ciò indubbiamente non contribuirebbe molto al ristabilimento di un equilibrio internazionale e potrebbe addirittura accelerare le tendenze divergenti dei tassi di cambio. D'altro lato, va riconosciuto che poche sono le speranze di tenere sotto controllo l'inflazione mondiale se Stati Uniti e Germania non mantengono la propria espansione ad un ritmo moderato. Ne consegue in pratica che una politica restrittiva dovrebbe essere adottata dapprima nei paesi i cui tassi di inflazione permangono elevati e le cui monete sono soggette a pressioni e che, nell'attuazione di tale politica, questi paesi potrebbero essere seguiti (piuttosto che preceduti) dagli Stati Uniti e dalla Germania.

Nella stabilizzazione dei tassi di cambio quale ruolo può svolgere la *fluttuazione controllata*? Se il "controllo" della fluttuazione è definito in senso stretto — cioè come intervento della banca centrale sui mercati dei cambi — il suo successo negli ultimi anni sembra essere stato alquanto modesto. Tali interventi sono in genere serviti a mantenere condizioni ordinate sui mercati, quando vi sono stati movimenti aberranti violenti e di breve durata oppure quando le oscillazioni dei tassi di cambio sono avvenute lentamente e in condizioni di relativa calma. Ma quando entrano in gioco forti spinte al cambiamento, "l'andare contro corrente" sembra non possa far altro che smorzare temporaneamente il movimento. Il forte incremento nelle disponibilità valutarie della Svizzera non ha impedito al franco di apprezzarsi. Né pare che le gravi perdite di riserve sopportate dall'Italia e dal Regno Unito abbiano sensibilmente moderato la caduta delle loro monete. In occasione delle recenti scosse valutarie solo il Belgio ha resistito con successo alle forze di mercato; ma ha potuto farlo proprio perché l'assottigliamento delle riserve si è accompagnato ad una drastica riduzione della liquidità bancaria interna, e cioè ad una appropriata politica economica *interna*.

La scarsa efficacia della fluttuazione controllata definita in senso stretto non sorprende molto. Dato l'elevato grado di interdipendenza tra i paesi industriali sia negli scambi commerciali sia nei flussi di capitali, è praticamente impossibile contrastare movimenti nei tassi di cambio che la maggioranza degli operatori sul mercato considera giustificati da ragioni economiche o finanziarie. Non v'è creazione di liquidità internazionale che possa provvedere le banche centrali di munizioni adeguate a fronteggiare massicci movimenti di mercato basati su solide aspettative. Il "controllo" della fluttuazione dovrebbe quindi mirare ad influenzare tali aspettative attraverso una serie di provvedimenti credibili di politica economica interna.

In questa più ampia accezione, il "controllo" della fluttuazione è fortemente auspicabile, specie tra paesi legati strettamente da rapporti commerciali e di flussi di servizi e capitali. Ciò vale indubbiamente per la maggior parte dei paesi europei e in

particolare (ma non esclusivamente) per i membri della CEE. Brusche variazioni nei tassi di cambio fra questi paesi potrebbero pregiudicare lo sviluppo del commercio e, in caso di deprezzamento, rendere estremamente difficile la stabilizzazione dei prezzi interni, senza peraltro comportare sostanziali benefici in termini di aggiustamento della bilancia dei pagamenti. Ma l'esperienza insegna che una stabilità relativa dei tassi di cambio non può essere ottenuta unicamente in virtù di interventi sul mercato, per quanto massicci. Tali interventi devono essere accompagnati, nel breve periodo, da provvedimenti sul mercato monetario intesi a realizzare rapide, e se del caso, ampie variazioni nella liquidità bancaria e, al tempo stesso, da provvedimenti di stabilizzazione di natura più fondamentale che diano credibilità agli interventi stessi. Finché gli obiettivi monetari dei paesi europei continueranno ad essere così dissimili, finché i disavanzi del settore pubblico differiranno notevolmente, finché gli accordi salariali comporteranno aumenti retributivi a livelli nettamente diversi da paese a paese, nessuno crederà che i tassi di cambio intra-europei assumano un andamento più calmo. E, ribadendo il concetto, nessun intervento, per quanto massiccio, potrà cambiare questo stato di cose.

Mentre la stabilità dei tassi di cambio intra-europei è di primaria importanza per lo sviluppo dell'integrazione europea, la solidità del dollaro USA — specie rispetto alle monete del "serpente" e allo yen — merita parimenti attenzione. Dato il ruolo primario che il dollaro continua a svolgere come moneta internazionale di riserva e la crescente importanza sotto questo aspetto del marco tedesco, non vi potrà essere gran che ordine nel sistema monetario internazionale se il dollaro non manterrà un notevole grado di stabilità nei confronti del "serpente". Dall'autunno scorso è stata raggiunta una relativa stabilità, e non è nell'interesse di nessuno ritornare alle ampie oscillazioni avvenute fra gli inizi del 1973 e la metà del 1975. Ammettendo che gli Stati Uniti e la Germania ottengano un successo analogo nella lotta contro l'inflazione e che non sorgano altre particolari perturbazioni, l'andamento comparato dei saggi d'interesse potrebbe effettivamente svolgere un ruolo dominante nell'influenzare il comportamento di questo tasso di cambio chiave. Sarebbe irrealistico sperare in un certo grado di coordinamento tra questi due paesi nelle politiche dei saggi d'interesse?

Per scelta deliberata (nel caso di alcuni paesi) o per forza di circostanze (nel caso di altri) il mondo pare destinato a vivere con monete fluttuanti ancora per parecchio tempo. Ma ciò non implica che la stabilità dei tassi di cambio non abbia rilevanza.

RENÉ LARRE  
Direttore Generale

**BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE**

**AL 31 MARZO 1976**

**BILANCIO AL**

(Prima e dopo la ripartizione)

**ATTIVO**

	Franchi oro
<b>Oro</b> ... ..	3.992.834.022
<b>Cassa in contanti e in conti a vista presso banche</b> ...	71.791.292
<b>Buoni del Tesoro</b> ... ..	289.001.315
<b>Depositi vincolati e prestiti</b>	
<b>In oro</b>	
A 3 mesi al massimo ... ..	48.627.729
<b>In valute</b>	
A 3 mesi al massimo ... ..	25.517.559.044
Ad oltre 3 mesi ... ..	<u>9.012.302.579</u>
	34.578.489.352
<b>Titoli a termine</b>	
A 3 mesi al massimo ... ..	3.927.089.237
Ad oltre 3 mesi ... ..	<u>536.369.176</u>
	4.463.458.413
<b>Partite varie</b> ... ..	30.196.168
<b>Terreno, Immobili ed arredi</b> ... ..	1
	<u><u>43.425.770.553</u></u>

Nota 1: Il franco oro equivale a gr. 0,290 322 56... di oro fino - Articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di 1 \$USA = gr. 0,736 662 di oro fino; per tutte le altre partite in valuta sono stati adottati i tassi di cambio centrali o di mercato rispetto al dollaro USA.

Nota 2: Al 31 marzo 1976 il saldo in oro da ricevere contro valute per contratti a termine ammontava a 174.708.398 franchi oro.

Nota 3: Il 31 marzo 1976 un importo di oro equivalente a 699.992.915 franchi oro era costituito in pegno in connessione con depositi ricevuti.

**31 MARZO 1976**

dell'utile netto dell'esercizio)

**PASSIVO**

		Prima della ripartizione	Dopo la ripartizione
		Franchi oro	Franchi oro
<b>Capitale</b>			
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna	1.500.000.000		
Emesso: 481.125 azioni ... ..	1.202.812.500		
Liberato per il 25% ... ..		300.703.125	300.703.125
<b>Riserve</b>			
Fondo di riserva legale ... ..	30.070.313		30.070.313
Fondo di riserva generale ... ..	371.447.193		423.847.193
Fondo di riserva speciale per dividendi ... ..	75.175.781		75.175.781
Fondo di riserva libero ... ..	344.518.200		423.118.200
		821.211.487	952.211.487
<b>Depositi (in oro)</b>			
Banche centrali			
A vista ... ..	2.534.328.922		
A 3 mesi al massimo ... ..	642.307.346		
Ad oltre 3 mesi ... ..	309.856.200		
Altri depositanti			
A vista ... ..	33.123.551		
		3.519.616.019	3.519.616.019
<b>Depositi (in valute)</b>			
Banche centrali			
A vista ... ..	633.488.347		
A 3 mesi al massimo ... ..	29.078.628.522		
Ad oltre 3 mesi ... ..	6.776.566.452		
Altri depositanti			
A vista ... ..	48.069.087		
A 3 mesi al massimo ... ..	1.154.808.322		
Ad oltre 3 mesi ... ..	405.178.153		
		38.096.738.893	38.096.738.893
<b>Partite varie</b> ... ..		445.658.395	445.658.395
<b>Accantonamento per costruzioni</b> ... ..		62.965.885	62.965.885
<b>Conto profitti e perdite</b> ... ..		178.876.749	—
<b>Dividendo pagabile il 1° luglio 1976</b> ... ..		—	47.876.749
		<u>43.425.770.553</u>	<u>43.425.770.553</u>

**RELAZIONE DEI REVISORI DEI CONTI AL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE ED ALL'ASSEMBLEA GENERALE DELLA BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, BASILEA**

A nostro giudizio, il bilancio e il conto profitti e perdite, ivi comprese le note, rispecchiano in modo veritiero e imparziale la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1976, nonché degli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. Abbiamo ottenuto tutte le informazioni e tutte le spiegazioni da noi richieste. La Banca ha tenuto i suoi libri in maniera appropriata; il bilancio e il conto profitti e perdite concordano con i libri e con le informazioni e le spiegazioni che ci sono state fornite.

Zurigo, 27 aprile 1976

PRICE WATERHOUSE & CO.



**CONTO PROFITTI E PERDITE**  
per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1976

	<u>Franchi oro</u>
Interessi netti e altri redditi ... ..	219.866.998
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione ... ..	463.940
Direzione e personale ... ..	27.359.013
Funzionamento degli uffici e altre spese ... ..	<u>7.579.271</u>
	<u>35.402.224</u>
Avanzo netto delle operazioni ... ..	184.464.774
meno: Importo devoluto all'accantonamento per spese straordinarie di amministrazione ... ..	<u>5.588.025</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1976 ... ..	178.876.749
 il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale ordinaria di ripartire l'utile netto, in base all'articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:	
Dividendo: 100 franchi svizzeri (pari a 99,51 franchi oro) per azione, su 481.125 azioni ... ..	<u>47.876.749</u>
	131.000.000
Trasferimento al Fondo di riserva generale... ..	<u>52.400.000</u>
	78.600.000
Trasferimento al Fondo di riserva libero ... ..	<u>78.600.000</u>
	<u>                    </u>
	<u>                    </u>

**Variazioni nell'Accantonamento per costruzioni**  
durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1976

	<u>Franchi oro</u>
Saldo al 1° aprile 1975 ... ..	90.548.730
meno: Ammortamento delle spese sostenute ... ..	26.072.900
Differenze di cambio ... ..	<u>1.509.945</u>
	<u>27.582.845</u>
Saldo al 31 marzo 1976, come in bilancio ... ..	<u>62.965.885</u>

## CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Dott. J. Zijlstra, Amsterdam	Presidente del Consiglio di amministrazione, Presidente della Banca
Henri Deroy, Parigi	Vice Presidente del Consiglio di amministrazione
Barone Ansiaux, Bruxelles	
Dott. Paolo Baffi, Roma	
Bernard Clappier, Parigi	
Dott. Karl Klasen, Francoforte	
Dott. Fritz Leutwiler, Zurigo	
The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, Londra	
Dott. Antonino Occhiuto, Roma	
The Rt. Hon. Gordon Richardson, Londra	
Dott. Johann Schöllhorn, Kiel	
Cecil de Strycker, Bruxelles	
Krister Wickman, Stoccolma	

### Sostituti

Dott. Otmar Emminger, Francoforte, oppure
Dott. Leonhard Gleske, Francoforte
Georges Janson, Bruxelles
Christopher W. McMahon, Londra, oppure
M. J. Balfour, Londra
Dott. Rinaldo Ossola, Roma, oppure
Dott. Mario Ercolani, Roma
Marcel Théron, Parigi, oppure
Gabriel Lefort, Parigi

### DIREZIONE

René Larre	Direttore Generale
Dott. Antonio d'Aroma	Condirettore Generale
R. T. P. Hall	Capo del Dipartimento bancario
Dott. Günther Schleiminger	Segretario Generale, Capo di Dipartimento
Prof. Alexandre Lamfalussy	Consigliere economico, Capo del Dipartimento monetario ed economico
Dott. Antonio Rainoni	Direttore
Maurice Toussaint	Direttore
Prof. Dott. F. E. Klein	Consigliere giuridico
<hr/>	
D. H. Stapleton	Vice Segretario Generale
Robert Chaptinel	Direttore Supplente
Dott. Warren D. McClam	Direttore Supplente
M. G. Dealtry	Direttore Supplente
R. G. Stevenson	Condirettore
Rémi Gros	Condirettore