

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

QUARANTASETTESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1976 – 31 MARZO 1977

BASILEA

13 giugno 1977

INDICE

	Pagina
Introduzione	1
 I. Gli andamenti e le politiche nell'economia mondiale	 3
<p>Gli sviluppi positivi sulla scena internazionale (p. 3); i problemi centrali: la disoccupazione e l'inflazione (p. 5); profilo della Relazione (p. 7).</p>	
 II. L'evoluzione della ripresa economica	 10
<p>Recessione e ripresa: alcuni raffronti internazionali (p. 10); il multiforme decorso della ripresa (p. 13); cambiamenti congiunturali e strutturali: il punto della situazione (p. 15); l'impiego delle risorse: aggiustamento oppure asseccamento? (p. 17): consumi e risparmio delle Famiglie (p. 17); edilizia residenziale (p. 20); spese per investimenti fissi delle imprese (p. 21); politica fiscale e gestione della domanda (p. 26): Stati Uniti (p. 28), Germania (p. 28), Giappone (p. 28), Regno Unito (p. 28), Italia (p. 29).</p>	
 III. Inflazione e disoccupazione	 31
<p>Inflazione dei prezzi: recenti andamenti e attuali prospettive (p. 31); prezzi internazionali delle materie prime: corsi e ricorsi storici? (p. 32); tassi di cambio e inflazione interna (p. 37); prezzi, salari e profitti: aspetti interni (p. 41); disoccupazione di natura ciclica e strutturale (p. 45); inflazione e disoccupazione: le scelte di politica economica (p. 48).</p>	
 IV. I mercati nazionali del credito e la politica monetaria	 51
<p>L'assetto delle posizioni finanziarie per settori (p. 51): il finanziamento del settore delle imprese (p. 53), attività e passività finanziarie del settore famiglie (p. 56), il finanziamento del fabbisogno del settore pubblico (p. 57); politica monetaria e andamento degli aggregati monetari (p. 59): politica monetaria (p. 60), andamento degli aggregati monetari (p. 62); l'impiego di obiettivi monetari: problemi e scelte (p. 65): risultati conseguiti e obiettivi a confronto (p. 67), i problemi della fissazione di obiettivi (p. 68), norme per l'espansione del credito interno (p. 70), l'utilità delle norme monetarie (p. 70); i tassi di interesse (p. 71).</p>	
 V. Gli scambi e i pagamenti internazionali	 75
<p>Il commercio mondiale (p. 75): paesi sviluppati (p. 75), paesi OPEC (p. 76), paesi in via di sviluppo non petroliferi e paesi ad economia pianificata (p. 77); le bilance dei pagamenti (p. 79): paesi OPEC (p. 79), paesi sviluppati (p. 80), paesi in via di sviluppo non petroliferi (p. 81), paesi ad economia pianificata (p. 81), andamenti nei singoli paesi (p. 81); i movimenti monetari in contropartita delle eccedenze e dei disavanzi (p. 88): paesi sviluppati (p. 88), paesi esportatori di petrolio (p. 94), paesi in via di sviluppo non petroliferi (p. 94); gli squilibri nelle bilance delle partite correnti e il processo di aggiustamento in una prospettiva di più lungo periodo (p. 95).</p>	

VI. I mercati internazionali del credito e dei capitali 99

Principali fattori operanti sui mercati internazionali (*p. 101*); la questione dei rischi (*p. 103*); l'andamento del mercato delle eurovalute nell'accezione più ristretta (*p. 105*); l'attività complessiva di credito internazionale delle banche (*p. 112*); l'andamento dei tassi di interesse (*p. 117*); i mercati internazionali delle obbligazioni (*p. 119*).

VII. La scena monetaria internazionale 124

L'andamento dei tassi di cambio (*p. 124*); gli interventi ufficiali sui mercati dei cambi (*p. 132*); la gestione dei tassi di cambio (*p. 134*); produzione e mercato dell'oro (*p. 137*); riserve e liquidità internazionale (*p. 141*).

VIII. Le attività della Banca 147

Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (*p. 147*); operazioni del Dipartimento bancario (*p. 149*): *passivo (composizione delle risorse)* (*p. 150*), *attivo (utilizzo delle risorse)* (*p. 153*); le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio dei prestiti internazionali (*p. 155*); la Banca come Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio (*p. 156*); la Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (*p. 157*); ripartizione dell'utile netto (*p. 159*); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (*p. 159*).

Conclusioni 161

* *
*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1977.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati da un asterisco)

	Pagina
L'evoluzione della ripresa economica	
Variazioni della produzione industriale	11
Comparazioni su base ciclica della produzione industriale*	12
Comparazione su base ciclica fra le variazioni cumulative nelle componenti del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti	14
Variazioni del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti e delle sue componenti	18
Rapporto fra risparmio e reddito disponibile delle Famiglie	19
Andamento a prezzi costanti degli investimenti fissi*	22
Tassi di rendimento delle obbligazioni societarie a lungo termine e delle azioni	22
Pubblica amministrazione: spesa totale e disavanzo finanziario netto	26
Inflazione e disoccupazione	
Prezzi al consumo	31
Prezzi delle materie prime sul mercato mondiale: indicatore dell'Economist*	33
Prezzi internazionali delle materie prime e volume delle importazioni*	35
Produzione industriale e andamento delle scorte in alcuni paesi*	36
Tassi di cambio, prezzi, salari e offerta di moneta*	39
Prezzi al consumo: evoluzione delle principali componenti	42
Retribuzioni nominali e reali nell'industria	43
Tassi di disoccupazione	46
Popolazione attiva, occupazione e produttività	47
I mercati nazionali del credito e la politica monetaria	
Saldi finanziari per settori*	52
Settore delle imprese: risparmio, investimento e operazioni finanziarie	54
Settore famiglie: variazioni nelle attività e passività finanziarie	56
Finanziamento dell'amministrazione centrale	58
Variazioni nella massa monetaria e incidenza relativa delle sue contropartite*	64
Obiettivi monetari dichiarati e tassi effettivi di espansione degli aggregati monetari	65
Stati Uniti e Germania: obiettivi monetari ed espansione della moneta*	68
Tassi di interesse a breve ed a lungo termine*	72

Gli scambi e i pagamenti internazionali

Commercio mondiale	76
Paesi sviluppati: produzione industriale, volume del commercio con l'estero e ragioni di scambio, 1973-76*	77
Transazioni internazionali di parte corrente	80
Paesi sviluppati: bilance dei pagamenti	84
Paesi sviluppati: posizioni monetarie sull'estero	90
Paesi esportatori di petrolio: impieghi delle eccedenze disponibili. Stime.	94
Squilibri di parte corrente dalla crisi petrolifera	95

I mercati internazionali del credito e dei capitali

Mercato internazionale del credito. Stime. Variazioni nelle posizioni creditorie sull'estero delle banche, in moneta nazionale e in valuta, ed emissioni obbligazionarie internazionali	100
Posizioni sull'estero delle banche europee dichiaranti in dollari e in altre valute estere	106
Attività e passività verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta estera, delle banche nei singoli paesi dichiaranti, negli Stati Uniti, nell'area dei Caraibi e in Estremo Oriente	108
Attività e passività verso l'estero, in dollari e in altre valute estere, delle banche nei singoli paesi dichiaranti, nell'area dei Caraibi e in Estremo Oriente	109
Fonti e impieghi dei fondi in eurovalute. Stime.	111
Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta, delle banche nei paesi del Gruppo dei Dieci e nella Svizzera e delle filiali estere di banche USA nell'area dei Caraibi e in Estremo Oriente	114-116
Tassi interbancari sui depositi in eurovaluta a tre mesi e differenziali rispetto ai tassi interni*	118
Tassi sui depositi in eurodollari e rendimenti delle obbligazioni in eurodollari*	119
Emissioni obbligazionarie internazionali	120
Rendimenti sui mercati internazionali e nazionali delle obbligazioni in dollari USA e in DM*	122

La scena monetaria internazionale

Tassi di cambio effettivi post-smithsoniani*	126
Tassi di cambio nominali: movimenti rispetto al dollaro USA*	129
Oscillazione dei tassi di cambio a pronti nell'ambito della fluttuazione congiunta europea*	130
Produzione mondiale di oro	138
Fonti e usi dell'oro. Stime.	138
Prezzi di mercato dell'oro*	139
Variazioni nelle riserve globali, 1974-76	142

Le attività della Banca

Totali di bilancio negli ultimi dieci esercizi finanziari	149
Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi dieci esercizi finanziari	150
Origine delle risorse ricevute in prestito	151
Scadenza e natura delle risorse ricevute in prestito	152
Composizione delle attività a vista e di altri investimenti	153
Depositi vincolati e anticipazioni e Titoli a termine, suddivisi per scadenza	154
Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (Prestito Young)	156
Prestito internazionale del governo austriaco 1930	156
Prestiti garantiti della CECA	157

QUARANTASETTESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea il 13 giugno 1977

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la quarantasettesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1976 e terminato il 31 marzo 1977.

Dopo il trasferimento di franchi oro 2.856.416 all'"Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione", e di franchi oro 5.000.000 all'"Accantonamento per costruzioni", l'utile netto dell'esercizio finanziario ammonta a franchi oro 167.920.050 a fronte di franchi oro 178.876.749 del precedente esercizio e di franchi oro 182.063.281 dell'esercizio 1974-75.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 47.920.050 al pagamento del dividendo, pari a 100 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 48.000.000 al Fondo di riserva generale e il residuo di franchi oro 72.000.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1976-77 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1977.

Il Capitolo I introduce la Relazione con una breve rassegna dei principali eventi economici del 1976 e dei primi mesi del 1977 e con una trattazione degli attuali problemi di politica economica nel mondo industriale occidentale. Nel considerare i singoli paesi il Capitolo II segue più da vicino l'evoluzione della ripresa economica nello scorso anno, mentre il Capitolo III affronta il duplice problema dell'inflazione e della disoccupazione. Il Capitolo IV analizza gli sviluppi sui mercati del credito e dei capitali nei paesi industriali nonché l'evoluzione delle loro politiche monetarie. Il Capitolo V, oltre a descrivere l'andamento degli scambi e dei pagamenti internazionali nel 1976, prende in esame gli squilibri nei pagamenti internazionali dopo gli incrementi di prezzo del petrolio e le relative implicazioni nel processo di aggiustamento. Nel Capitolo VI segue un resoconto degli sviluppi sui mercati internazionali del credito e dei capitali nel 1976, nonché una valutazione dei rischi che la rapida espansione del credito internazionale comporta per il sistema bancario. Il Capitolo VII esamina l'andamento dei tassi di cambio, la questione della fluttuazione guidata, il mercato dell'oro e la liquidità internazionale. Il Capitolo VIII tratta infine delle attività della Banca nel corso dell'anno finanziario e si conclude con il Bilancio d'esercizio e i risultati di gestione.

I. GLI ANDAMENTI E LE POLITICHE NELL'ECONOMIA MONDIALE.

Lo scorso anno la scena economica ha presentato un'immagine mutevole come in un caleidoscopio. Sia sul piano delle singole economie sia a livello internazionale sono emersi sviluppi incoraggianti a fianco di altri che destano preoccupazione. Questa immagine variegata rende più difficile del consueto interpretare indicatori economici in rapido spostamento, statistiche delle bilance dei pagamenti, posizioni delle riserve e tassi di cambio.

Di conseguenza, pressoché tutti gli sviluppi di rilievo si prestano ad interpretazioni contrastanti, vuoi pessimistiche, vuoi ottimistiche. Il ritmo della ripresa è rallentato, ma non è forse questo il modo più sicuro per ottenere una crescita di lungo periodo e non inflazionistica? Inoltre, in alcuni paesi-guida la pausa economica dell'estate scorsa non ha forse ceduto il passo, a partire dall'inverno, ad una rinnovata espansione? Il tasso di inflazione si è mantenuto mediamente a livelli preoccupanti, ma alcuni paesi hanno avuto più successo nella lotta all'inflazione di quanto essi stessi prevedessero, mentre altri hanno preso decisi provvedimenti in questa direzione. Permangono squilibri nei pagamenti internazionali, tuttavia sono intervenuti sensibili aggiustamenti. Nella prima parte del 1976 si è assistito ad importanti variazioni nei tassi di cambio; per contro l'inverno 1976-77 si è rivelato particolarmente calmo. Il ruolo avuto dal sistema bancario privato nel finanziamento dei disavanzi con l'estero ha dato adito a giustificate preoccupazioni; ma in quale altro modo si sarebbero potuti finanziare i disavanzi petroliferi in maniera altrettanto sollecita e su scala così vasta? Infine, considerata l'assenza di regole sicure e rigorose che disciplinino il processo di aggiustamento, il nostro attuale assetto monetario internazionale può ben meritare di essere definito un non-sistema; eppure il commercio internazionale non solo *non* si è disgregato, ma nel 1976 ha persino registrato una vigorosa espansione.

La presente Relazione fornirà, come di consueto, una dettagliata descrizione degli eventi del 1976 e dei primi mesi del 1977, specie con riferimento agli sviluppi monetari e finanziari. Essa cercherà inoltre di fornire un quadro, quanto più possibile obiettivo, dei contrastanti punti di vista sulla interpretazione di questi eventi e sulle conclusioni di politica economica che se ne possono trarre. Non si mancherà tuttavia di prendere posizione nel dibattito; al contrario si tenterà di esprimere un giudizio di valore sui molti cambiamenti intervenuti dallo scorso anno nei paesi industriali occidentali.

Tale valutazione è espressa a grandi linee in questo Capitolo introduttivo, mentre la sintesi delle raccomandazioni generali di politica economica è affidata alle Conclusioni.

Gli sviluppi positivi sulla scena internazionale.

Nonostante le apparenze, la maggior parte degli eventi positivi riguarda la scena internazionale: in parte il funzionamento del processo di aggiustamento ma, in misura anche maggiore, il finanziamento dei persistenti squilibri delle partite correnti.

In realtà, nel 1976 il totale degli squilibri nei pagamenti internazionali — misurato dalla somma dei singoli saldi attivi e passivi delle partite correnti — è stato altrettanto rilevante che nello scorso anno e quindi solo di poco inferiore a quello senza precedenti del 1974. Ciò è dovuto sia alla persistenza (con un leggero peggioramento) dello squilibrio petrolifero globale, sia agli squilibri esistenti tra paesi industriali non produttori di petrolio e paesi meno sviluppati. Vi sono stati tuttavia favorevoli mutamenti nella posizione di alcune maggiori economie. Per quanto possa sembrare paradossale, i più rilevanti riguardano gli Stati Uniti che attualmente accusano un saldo passivo delle partite correnti e sopportano quindi parte del disavanzo petrolifero globale, cui ha indubbiamente contribuito in maniera sostanziale la sensazionale espansione delle importazioni americane di petrolio. Al tempo stesso, l'avanzo di parte corrente della Germania, sebbene ancora ampio in termini assoluti, è diventato relativamente piccolo in rapporto al suo prodotto nazionale lordo, e potrebbe ulteriormente diminuire nel 1977. Il Regno Unito ha preso drastici provvedimenti per ridurre il proprio disavanzo con l'estero i cui effetti, unitamente a quelli derivanti dal regolare sfruttamento dei giacimenti petroliferi del Mare del Nord, si dovrebbero presumibilmente risentire nel corso di quest'anno. L'interscambio della Francia ha cominciato a migliorare in modo significativo. Nel 1976, tra i principali paesi meno sviluppati, l'India e l'Argentina hanno registrato saldi attivi, e l'Asia nel complesso (anche escludendo il Giappone) ha conseguito risultati migliori che nel 1975. La Jugoslavia ha trasformato in attivo il suo saldo passivo di parte corrente e molti paesi del Comecon hanno ridotto i loro disavanzi.

Permangono, tuttavia, fondati motivi di preoccupazione. In primo luogo v'è da considerare la possibile ampiezza del disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti per il 1977. Anche se tale disavanzo nelle attuali circostanze contribuisce alla ripresa mondiale e facilita il processo di aggiustamento negli altri paesi, non è nell'interesse di nessuno che esso raggiunga proporzioni eccessive o diventi duraturo. Sarebbe un grave errore ritenere che le condizioni e la struttura della bilancia dei pagamenti americana non abbiano rilevanza per il semplice fatto che il dollaro fluttua. Un forte disavanzo corrente degli Stati Uniti non potrebbe costituire una soluzione permanente anche se fosse controbilanciato da importazioni di capitali, tanto più che non lo è. In secondo luogo, è ormai evidente che, dato l'attuale livello dei prezzi del petrolio e la mancanza di drastici programmi di risparmio energetico, lo squilibrio petrolifero non scomparirà. In terzo luogo, gli ampi movimenti nei tassi di cambio, intervenuti dall'inizio della fluttuazione, hanno finora prodotto aggiustamenti relativamente modesti nelle bilance dei pagamenti. Infine, gli attuali disavanzi dei paesi mediterranei hanno raggiunto livelli senza precedenti e in molti casi sembrano essere particolarmente ostinati. Tutto ciò non si può negare; ma al tempo stesso gli esempi dianzi menzionati lasciano supporre che sia possibile una composizione dei singoli squilibri esterni, a condizione che i paesi siano disposti ad impegnarsi in politiche di aggiustamento appropriate e complementari.

Fatto ancor più incoraggiante è che si sono resi disponibili mezzi sufficienti da fonti sia private che ufficiali per il finanziamento della maggior parte dei disavanzi dell'area OCSE e dei paesi meno sviluppati non produttori di petrolio. L'esperienza ha confermato — in modo non del tutto inaspettato — che l'offerta complessiva di fondi può adeguarsi alla domanda dei paesi in disavanzo. In termini più generali, non vi è stata carenza di liquidità internazionale. Anche a questo riguardo, non si può tuttavia negare che l'accumulo di debiti possa lasciare taluni paesi in una situazione

di eccessivo onere per il servizio dei prestiti. Né vanno sottovalutati i problemi potenziali insiti nel ruolo rilevante assunto dal sistema bancario privato nel finanziamento delle bilance dei pagamenti. Esiste il problema dei rischi che le singole banche devono assumersi e si pone anche la questione se questo tipo di finanziamento sia il più adatto a favorire il processo di aggiustamento. Parte essenziale di questo processo è l'imposizione di condizioni ed è quanto meno dubbio che le singole banche private siano in grado di svolgere il compito di concedere crediti condizionati in modo così efficace, graduale e regolare come si ritiene che possano fare le organizzazioni internazionali.

Tuttavia, nella presente Relazione si esprime il convincimento che la soluzione dei problemi di natura esterna sia più facile di quella dei problemi che i paesi devono affrontare sul piano interno. Di per sé, i problemi dell'aggiustamento e del finanziamento paiono ora tali da poter essere affrontati con successo, sia perché essi sono oggi meglio compresi, sia perché si va creando un consenso su come risolverli in pratica. Sul piano interno, per contro, sono carenti sia la comprensione, sia il consenso sulle scelte di politica economica. Ne consegue che il nostro relativo ottimismo circa l'aggiustamento e il finanziamento delle bilance dei pagamenti è di scarso conforto, se i paesi sono incapaci di venire a capo del duplice e profondamente inquietante problema interno dell'inflazione e della disoccupazione. Il principale compito della politica economica per il 1977 — e forse ancora per alcuni anni a venire — consiste nell'escogitare terapie adeguate al trattamento di entrambi questi malanni. Se le politiche economiche *interne* avranno successo in questa impresa, la gestione dell'economia internazionale non presenterà difficoltà insuperabili.

I problemi centrali: la disoccupazione e l'inflazione.

In questo campo la Relazione avrà toni meno ottimistici e le sue raccomandazioni di politica economica saranno molto più sfumate.

I timori espressi lo scorso anno circa la possibilità di un *boom* incontrollato e sincrono si sono rivelati fortunatamente infondati; essi hanno tuttavia ceduto il posto ad altri e più complessi motivi di preoccupazione. Durante l'estate e agli inizi dell'autunno 1976 la ripresa ha avuto un arresto inatteso anche in quei tre maggiori paesi — Stati Uniti, Giappone e Germania — che pure avevano condotto il mondo fuori dalla recessione. Da allora le forze espansive sembrano aver riguadagnato vigore, specie negli Stati Uniti e in certa misura nella Repubblica Federale, e vi è stato un recupero di fiducia degli ambienti economici in alcuni altri paesi europei. Inoltre, la continua "normalizzazione" dei mercati finanziari e delle strutture di bilancio delle imprese, nonché le abili politiche monetarie applicate dalla maggior parte dei paesi hanno creato solide basi per una moderata espansione di lungo periodo.

D'altra parte, è divenuto purtroppo manifesto che il ritmo attuale e atteso dell'espansione non riporterà in breve tempo la disoccupazione a quei livelli considerati un tempo accettabili. Inoltre vi sono scarsi indizi, tranne che recentemente negli Stati Uniti, di un forte rilancio degli investimenti delle imprese, mentre è opinione diffusa che senza un simile rilancio il vigore stesso della ripresa, nonché la soluzione di molti problemi di più lungo periodo, permangono in forse. Al tempo stesso, nei paesi industriali dell'Occidente il tasso d'inflazione ha rivelato dall'estate

scorsa una pericolosa viscosità verso il basso, tranne in quei paesi in cui l'apprezzamento del tasso di cambio ha contribuito al successo degli sforzi volti alla stabilizzazione sul piano interno; ma sfortunatamente tali eccezioni non possono diventare la regola dappertutto.

La sconcertante coesistenza di un'espansione relativamente lenta, di una debole spesa per investimenti e di un'alta disoccupazione insieme con una persistente inflazione rappresenta la sfida più impegnativa per i responsabili della politica economica nei paesi industriali dell'Occidente. E sarà loro tutt'altro che facile far fronte a questa sfida. Non soltanto l'onere sociale dell'applicazione di adeguati provvedimenti economici potrebbe rivelarsi politicamente inaccettabile, ma in aggiunta sembra non esservi un consenso generale a livello sia internazionale sia interno, circa il dosaggio ottimale delle diverse politiche. Tale disaccordo riflette in certa misura i differenti ordini di priorità esistenti tra i singoli paesi e nell'ambito di ciascuno di essi. Ma esso rispecchia anche più radicate divergenze nel valutare gli avvenimenti e le loro cause, in altre parole, nell'analisi economica vera e propria. Infine, la maggior fonte di confusione proviene dal fatto che esistono ora ampie divergenze tra i paesi nella particolare natura dei loro problemi. Nonostante i tassi fluttuanti, il commercio internazionale continua a trasmettere impulsi espansivi o deflazionistici e pertanto l'andamento della produzione in termini reali non varia molto da paese a paese. Tuttavia, sostanziali variazioni nei tassi di cambio hanno lasciato spazio ad ampi differenziali nei tassi di inflazione. Sono inoltre apparse notevoli differenze tra i paesi nell'allocazione delle risorse reali e nel funzionamento del mercato del lavoro. Ciò sta ad indicare che ciascun paese dovrebbe individuare esso stesso il proprio dosaggio ottimale di politiche economiche.

Il trovare la giusta risposta a questi quesiti è indubbiamente della massima importanza per ciascun singolo paese, ma lo è altrettanto per la comunità internazionale nel suo insieme. Per quanto buona possa essere la nostra comprensione del processo di aggiustamento delle bilance dei pagamenti e per quanto abilmente siano organizzati adeguati canali di finanziamento esterno, nessun quadro istituzionale resisterà alle forze dirompenti che si sviluppano allorché i paesi rispondono in maniera quanto mai difforme alla duplice sfida dell'inflazione e della disoccupazione. I tassi di cambio fluttuanti possono conciliare piccole discrepanze negli approcci di politica economica dei singoli paesi, o addirittura assorbire più sostanziali differenze per un certo periodo di tempo, come è avvenuto finora. Ma sarebbe illusorio credere che essi forniscano la base per una più duratura autonomia delle politiche economiche. Nel più lungo periodo il mondo industriale occidentale continuerà ad essere altrettanto interdipendente in un regime di cambi fluttuanti quanto in uno di parità fisse. Ampie e persistenti divergenze nei tassi di inflazione, in concomitanza con livelli inaccettabili di disoccupazione, sotto *qualsiasi* regime di tassi di cambio conducono facilmente al protezionismo e alla disgregazione del libero scambio, per non parlare del libero movimento dei capitali. Vi sono preoccupanti sintomi che ciò stia già accadendo, anche se solo in misura ancora limitata.

Di qui la necessità del coordinamento internazionale delle varie linee di azione nella lotta all'inflazione e alla disoccupazione. Ovviamente, le differenze da paese a paese, cui si è dianzi accennato, richiedono approcci di politica economica ampiamente differenziati. Pertanto, tenuto conto che tutti i paesi si trovano di fronte al dilemma dell'inflazione e della disoccupazione, un'intesa tra i paesi andrebbe ricercata sul piano

delle responsabilità e degli obiettivi piuttosto che su quello del dosaggio o degli strumenti di politica economica, a patto che questi ultimi siano compatibili a livello internazionale.

Profilo della Relazione.

Nell'analizzare l'evoluzione della ripresa congiunturale, il Capitolo II fornisce lo sfondo al resto della Relazione. Esso solleva due questioni interdipendenti di ordine generale: perché è rallentata l'attuale espansione, persino in paesi che sono rimasti esenti da vincoli esterni? Che cosa si può o si dovrebbe fare a tale riguardo? La Relazione non dà al primo quesito una risposta semplice, ma sostiene che la debolezza della spesa per investimenti, fulcro dell'analisi, va attribuita all'effetto combinato di una insufficiente redditività, di elevati costi del finanziamento mediante azioni, di capacità produttiva non utilizzata e delle numerose incertezze che gravano sull'attività economica, e che tutti questi fattori insieme contribuiscono ad una crisi di fiducia in una crescita sostenuta, costante ed equilibrata di lungo periodo. Ne consegue che, sebbene per taluni paesi possono esservi valide ragioni per stimolare sia la domanda aggregata sia, direttamente, la spesa per investimenti, tale manovra non andrebbe comunque attuata in modo tale da generare aspettative controproducenti. Il *fine-tuning* nella gestione della domanda dovrebbe essere scartato, ma le autorità dovrebbero dimostrare la loro determinazione (e capacità) di assicurare un moderato sviluppo di medio-lungo periodo.

Anche se un'adeguata gestione della domanda contribuirà ad assicurare una costante e moderata espansione, i paesi industriali dovranno ancora sopportare per un certo tempo una disoccupazione al di sopra dei livelli normali. E malgrado ciò, vi sono ben poche garanzie che essi possano contare su un ulteriore spontaneo calo del tasso di inflazione (Capitolo III). Infatti dall'estate 1976, nonostante la presenza di capacità produttiva non utilizzata e di manodopera disoccupata, in molti paesi le politiche antinflazionistiche hanno ottenuto risultati decrescenti. Negli ultimi dodici mesi il tasso medio d'inflazione nell'area OCSE è rimasto ostinatamente costante, in quanto la flessione registrata nei paesi con moneta in apprezzamento è stata bilanciata da un'accelerazione in altri. Da tali considerazioni trae spunto l'approccio concettuale dei circoli vizioso e virtuoso, che nel capitolo viene trattato mettendo a confronto l'esperienza tedesca e svizzera con quella del Regno Unito e dell'Italia. La "stabilizzazione" dell'inflazione agli attuali livelli è chiaramente inattuabile, in quanto tali livelli di inflazione non hanno mai potuto durare a lungo. Essa è inoltre inaccettabile sul piano internazionale in quanto implica forti differenze assolute tra i paesi e comporta di conseguenza il pericolo di rinnovate perturbazioni sui mercati dei cambi.

Le caratteristiche comuni dei mercati finanziari e monetari interni (Capitolo IV) sono state il continuo (anche se irregolare) miglioramento degli assetti finanziari e l'assenza di sintomi di "spiazzamento" della spesa privata per effetto dei forti disavanzi del settore pubblico. Tuttavia i mercati si sono comportati in maniera assai diversa, secondo che fossero situati in paesi con tassi di inflazione calanti e senza vincoli esterni o al contrario in paesi con più elevati tassi di inflazione, che hanno dovuto lottare contemporaneamente contro squilibri interni e disavanzi con l'estero. Nel primo gruppo di paesi la concomitanza di decrescenti aspettative inflazionistiche, di una temporanea pausa nella ripresa economica e di un moderato e stabile sviluppo

degli aggregati monetari ha determinato un'ulteriore "normalizzazione" dei mercati e implicato nel complesso una stabilizzazione o una tendenza al ribasso dei tassi di interesse. Nel secondo e più numeroso gruppo di paesi, la politica monetaria ha dovuto essere risolutamente restrittiva. Ciò ha comportato forti rialzi dei tassi di interesse varie volte nel corso del 1976, seguiti tuttavia da notevoli flessioni laddove un recupero nella posizione verso l'estero ha reso possibile un'attenuazione dell'indirizzo restrittivo.

L'andamento dei pagamenti internazionali ha continuato ad essere dominato da rilevanti e talora persistenti squilibri (Capitolo V). Come conseguenza diretta della ripresa congiunturale, gli squilibri petroliferi sono di nuovo aumentati, con una forte concentrazione dell'eccedenza in un esiguo numero di paesi OPEC con bassa capacità di importazione. Ne consegue che le speranze di una imminente eliminazione dello squilibrio appaiono scarse. Come rilevato in precedenza, sono intervenuti alcuni positivi cambiamenti nei conti con l'estero dei paesi consumatori di petrolio, non solo nell'area OCSE, ma anche tra i paesi meno sviluppati. Tuttavia, gli squilibri complessivi nei pagamenti internazionali — cioè la somma dei singoli avanzi e disavanzi delle partite correnti — non sono diminuiti rispetto al 1975. Per giunta, la forte concentrazione dei disavanzi in taluni paesi meno sviluppati, nonché in una dozzina circa di paesi dell'OCSE, va certamente considerata con preoccupazione. Ciò nonostante, il finanziamento di questi squilibri non ha finora incontrato grosse difficoltà, grazie al flusso di capitali privati, di crediti bancari e di fondi ufficiali. Il capitolo termina con un'analisi dei successi e degli insuccessi nel processo di aggiustamento e del ruolo che i movimenti nei tassi di cambio potrebbero svolgere nel facilitare un migliore aggiustamento. La conclusione cui si perviene è che, finché vi è margine per migliorare il meccanismo di aggiustamento, il mondo è destinato a vivere ancora con sostanziali squilibri. Il flusso del finanziamento internazionale riuscirà ad essere sufficiente?

A giudicare dall'esperienza recente, la risposta è indubbiamente affermativa. Il credito bancario internazionale (Capitolo VI) ha continuato a rifornire di ingenti fondi i paesi in disavanzo, sia attraverso il mercato eurovalutario in senso stretto, sia per il tramite di crediti all'estero in monete nazionali. La maggior parte delle tendenze già emerse un paio di anni prima ha trovato conferma nel 1976: il ruolo crescente del credito delle banche statunitensi, sia direttamente dagli Stati Uniti, sia attraverso altri centri finanziari; lo sviluppo dei centri *offshore*; la quota dominante nel credito bancario internazionale rappresentato dal finanziamento delle bilance dei pagamenti. Parlare di "conferma" è forse dire troppo poco in quanto il 1976 ha segnato una forte accelerazione di queste tendenze, specie nell'ultimo trimestre. Senza dubbio, esse hanno creato problemi specifici, soprattutto in connessione ai rischi gravanti sulle banche. Nel capitolo si auspica un perfezionamento del sistema di informazione e un rafforzamento della cooperazione tra prestatori privati ed organismi internazionali.

Il Capitolo VII esamina l'andamento dei tassi di cambio, l'evoluzione degli interventi ufficiali e del mercato dell'oro, e tratta i due specifici problemi interdipendenti che la politica monetaria internazionale deve oggi affrontare: la gestione dei tassi di cambio e l'adeguatezza della liquidità internazionale.

Per quanto concerne il primo tema, le autorità dovrebbero certamente restare libere di "gestire" i loro tassi di cambio, ma sotto la sorveglianza internazionale

del FMI. I tassi di cambio dovrebbero poter rispecchiare accentuate e persistenti differenze nei tassi d'inflazione interni; ma il lasciare che i movimenti dei tassi di cambio contribuiscano ad accentuare i differenziali dei tassi d'inflazione sarebbe altrettanto errato quanto l'impedire loro di conformarsi. Inoltre, taluni squilibri esterni saranno sanati solo a condizione che vi siano mutamenti nei tassi di cambio *reali*, e nessun cambiamento del genere interverrà se non si apporteranno importanti cambiamenti di indirizzo nelle politiche economiche interne. Nel valutare la politica del tasso di cambio di ogni singolo paese si deve quindi tener conto, di volta in volta, di una vasta gamma di dati e di obiettivi di politica economica. La sorveglianza sulle politiche dei tassi di cambio non dovrebbe — in quanto non potrebbe — essere basata su semplici direttrici predeterminate.

Quanto al secondo tema, la Relazione mette in rilievo la difficoltà di definire in maniera non ambigua il concetto di liquidità internazionale. Ormai da diversi anni l'offerta di finanziamento dei disavanzi pare sia stata determinata dalla domanda di esso, ed è probabile che in futuro non ci sia — in quanto non ci può essere — una carenza *globale* di mezzi di finanziamento delle bilance dei pagamenti. In questa accezione ampia e globale, la liquidità internazionale è probabilmente sufficiente. Ma potranno comunque manifestarsi carenze specifiche, in quanto non è affatto sicuro che il credito internazionale fluisca sempre nella giusta direzione, o che sia accompagnato da un adeguato grado di condizionamento. Da ciò appare evidente quanto sia auspicabile una cooperazione tra istituzioni ufficiali e prestatori privati; in questo senso, la liquidità internazionale deve essere rafforzata, soprattutto aumentando le risorse a disposizione del FMI per la concessione di crediti condizionati.

II. L'EVOLUZIONE DELLA RIPRESA ECONOMICA.

Nel corso del 1976 la ripresa dell'attività economica si è rivelata di una deludente debolezza. Benché in un primo tempo la svolta ascendente si presentasse vivace e promettente, agli inizi dell'estate 1976 essa ha subito una repentina battuta d'arresto. I sintomi di una rinnovata espansione non sono emersi che verso la fine dell'anno ed all'inizio del 1977, e anche allora solo in alcuni paesi. Gli investimenti permangono stagnanti e si ritiene che la disoccupazione abbia a mantenersi a livelli elevati anche qualora si consolidi su più ampie basi il recente recupero di fiducia delle imprese.

Numerosi vincoli impediscono ai governi di stimolare attivamente la domanda. Il tasso di inflazione permane alto in quasi tutti i paesi, e anche laddove esso ha continuato a diminuire sussistono forti timori che nuovi provvedimenti di rilancio possano far rinascere aspettative inflazionistiche. I disavanzi del settore pubblico restano ovunque di eccezionale ampiezza, facendo sorgere il timore che un ulteriore stimolo espansivo porti gli stessi a livelli inaccettabili, sia nel breve che nel lungo periodo. Inoltre, alcuni paesi manifestano una diminuita fiducia nell'efficacia della gestione della domanda attraverso interventi discrezionali di politica fiscale. Infine, un notevole numero di paesi non può semplicemente permettersi di intraprendere una politica d'espansione interna, in quanto già alle prese con disavanzi con l'estero di insostenibile ampiezza.

Recessione e ripresa: alcuni raffronti internazionali.

Come già osservato nella Relazione dello scorso anno, l'attività economica nei primi mesi del 1976 appariva in una fase di forte ripresa. Sulla base di sensibili incrementi produttivi registrati durante il primo trimestre nella maggior parte dei paesi, pareva che il terreno perduto nel corso della recessione sarebbe stato rapidamente recuperato e che il ritrovato slancio avrebbe portato la produzione a più elevati livelli. Alla constatazione che il processo di ricostituzione delle scorte stava svolgendo un ruolo preponderante e che molti dei problemi più profondi di natura strutturale restavano irrisolti, si aggiungevano crescenti timori che una siffatta vigorosa ripresa sincrona potesse ben presto far riemergere le tensioni inflazionistiche sperimentate negli anni 1972-73.

Nella tarda primavera la ripresa economica aveva tuttavia iniziato a perdere di slancio, fino quasi a spegnersi nell'estate; e ciò anche in quei paesi-chiave cosiddetti "forti" — Stati Uniti, Germania e Giappone — dove si riteneva che i semi della ripresa avessero meglio attecchito. Sino a quasi la fine dell'anno l'attività economica ha continuato ad avere un andamento esitante, alimentando il dubbio che il mondo industrializzato occidentale non stesse semplicemente sperimentando una lunga fase di pausa, ma fosse incappato in alcuni impedimenti di fondo ad una espansione duratura.

I più recenti sviluppi hanno in certa misura contribuito a dissipare i pessimismi. Ciò vale soprattutto per gli Stati Uniti, ove la produzione ha ripreso a crescere a ritmo veloce dagli ultimi mesi del 1976, nonostante una breve interruzione dovuta

alle condizioni atmosferiche estremamente avverse dei primi mesi del 1977. In Germania, a partire dalla tarda estate, la produzione ha ricominciato ad espandersi, anche se ad un ritmo più lento di quello registrato precedentemente nel corso della ripresa. In Giappone, peraltro, la domanda interna ha mostrato una tendenza a mantenersi debole, soprattutto in rapporto al potenziale di sviluppo, e le autorità hanno cercato nei mesi più recenti di impartire una moderata dose di nuovo stimolo. Si può soggiungere che in tutti tre i paesi le autorità hanno ripetutamente assicurato che, se necessario, verranno presi opportuni provvedimenti per mantenere le rispettive economie su un binario di moderata espansione.

Il profilo statistico della recessione e della ripresa, misurate dalle variazioni della produzione industriale nei maggiori paesi sviluppati dell'Occidente, è delineato nella tabella che segue. A metà del 1976 la produzione era pressoché ritornata al livello del giugno 1974, corrispondente all'incirca al precedente massimo ciclico nella maggior parte dei paesi, con le importanti eccezioni di Belgio, Svezia, Svizzera e Regno Unito.

Variazioni nella produzione industriale.¹

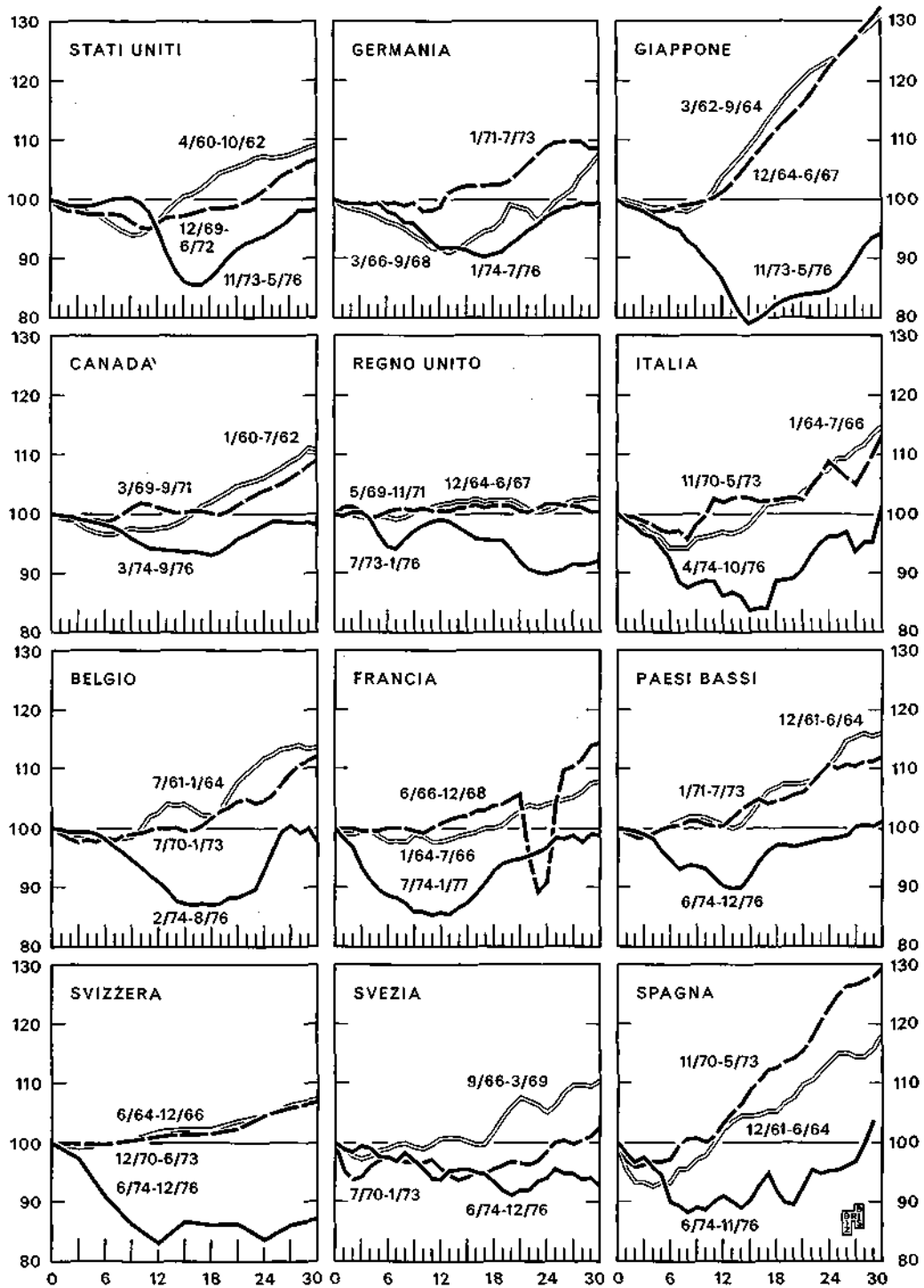
Paesi	Variazione su dodici mesi al		Variazione dal giugno 1976 al febbraio 1977, rapportata all'anno	Variazione cumulativa dal giugno 1974 al febbraio 1977
	giugno 1975	giugno 1976		
	in percentuale			
Stati Uniti	— 11,8	11,8	3,7	1,1
Germania	— 7,6	10,3	2,9	3,9
Giappone	— 11,2	13,2	3,1	2,7
Francia	— 10,4	10,7	3,6	1,6
Italia	— 12,4	11,6	12,6	6,0
Regno Unito	— 8,8	1,8	6,9	— 2,9
Belgio	— 11,4	8,3	3,1	— 2,1
Canada	— 5,8	5,0	3,6	1,3
Paesi Bassi	— 8,7	7,8	—	— 1,6
Svezia	— 6,5	1,6	— 3,4	— 7,2
Svizzera	— 16,6	2,2	7,8 ²	— 11,4 ²

¹ Dati destagionalizzati. ² Fino al dicembre 1976.

Dopo la metà del 1976 la produzione industriale ha presentato un andamento differenziato da paese a paese, ma il quadro d'insieme risulta essere quello di una esitante ripresa. In alcuni paesi nel febbraio 1977 la produzione si trovava ancora al disotto dei livelli di metà 1974. Inoltre, considerando che il potenziale produttivo si è ulteriormente ampliato in conseguenza degli investimenti addizionali e, in certi casi, di un'aumentata disponibilità di forze di lavoro, la disoccupazione è rimasta elevata o è addirittura aumentata (vedasi Capitolo III).

Le caratteristiche di spicco dell'attuale ciclo dell'attività produttiva, ossia la fase depressiva di inusitata acutezza e la debolezza della ripresa, possono essere osservate nel grafico che segue. In esso è tracciato per ciascun paese l'andamento dell'indice mensile della produzione industriale a partire dal precedente massimo ciclico; tale andamento è inoltre raffrontato con quello dei precedenti cicli dello stesso paese. E' certamente vero che l'attuale ripresa, se misurata dal minimo ciclico, non si è discostata

Comparazioni su base ciclica della produzione industriale.
Mesi dal precedente massimo ciclico (=100).*



N° 2237

* Medie mobili centrate di tre mesi.

molto dai precedenti recuperi congiunturali. Il punto essenziale sta tuttavia nel fatto che i minimi da cui i paesi sono partiti si situavano a livelli assai più bassi rispetto alle precedenti depressioni del periodo postbellico. La ripresa economica ha potuto così seguire un corso "normale" per un notevole periodo di tempo pur restando ben al disotto del pieno impiego delle risorse.

Di conseguenza l'attuale ripresa ha lasciato molto più ristagno di quanto non si riscontri in stadi analoghi di cicli precedenti. Negli Stati Uniti, ad esempio, le due precedenti riprese rappresentate nel grafico erano riuscite a riportare l'industria manifatturiera ad un grado quasi normale di utilizzo della capacità produttiva. Al termine del 1976, secondo le stime del Federal Reserve Board, l'utilizzo della capacità era per contro di poco superiore all'80%. Pur situandosi ben al disopra del minimo del 70% toccato nel 1975, tale livello era ancora di gran lunga inferiore alla punta dell'88% raggiunta nel 1973. Ciò ha parzialmente riflesso il fatto che nell'arco dei tre anni susseguenti negli Stati Uniti la capacità produttiva dell'industria manifatturiera è aumentata di quasi il 10%, e si può ritenere che una evoluzione analoga sia intervenuta altrove. I dati emersi da indagini relative ad altri paesi hanno in genere dimostrato che dal punto di svolta inferiore i tassi di utilizzo hanno recuperato meno della metà del terreno perduto rispetto al massimo ciclico precedente.

Al di fuori dei paesi industriali occidentali l'attività economica ha mostrato una tendenza all'aumento, seppure ad un ritmo alquanto stentato. Nel 1976 la crescita della produzione industriale nei paesi dell'Europa orientale è stata un po' meno vigorosa che nell'anno precedente. Nell'insieme, anche questi paesi hanno dovuto fronteggiare difficoltà di adeguamento ai più alti costi dell'energia e attuare provvedimenti volti a migliorare la loro posizione commerciale ed a frenare la crescita dell'indebitamento verso l'estero. Tali provvedimenti hanno avuto naturalmente un effetto di contenimento sulle importazioni dai paesi occidentali. Per quanto riguarda i paesi in via di sviluppo non petroliferi, nel 1976 la loro situazione economica ha presentato un modesto miglioramento, in quanto la ripresa nei paesi industriali dell'Occidente ha comportato un risveglio della domanda di materie prime. Sebbene il disavanzo nei conti con l'estero permanga alquanto ampio in alcuni di questi paesi, nella maggior parte dei casi esso è stato ridotto ad un livello sostenibile senza comportare ulteriori ritardi negli sforzi tesi allo sviluppo delle loro economie.

Il multiforme decorso della ripresa.

Per tutta la durata dell'attuale ciclo economico un ruolo di eccezionale importanza è stato svolto dalla variazione delle scorte, che ha accentuato sia la recessione sia la fase iniziale della ripresa. Nel 1974, essendosi bruscamente deteriorate le prospettive economiche, le imprese avevano cercato di evitare il pericolo di trovarsi con un enorme cumulo di scorte. Non appena il ciclo delle scorte ebbe raggiunto il punto di svolta inferiore — per la maggior parte dei casi, durante la primavera del 1975 — la ricostituzione delle stesse procedette a ritmo alquanto serrato. Negli Stati Uniti il nuovo corso degli investimenti in scorte fra il secondo trimestre del 1975 ed il primo trimestre del 1976 ha contribuito a quasi la metà dell'incremento del 5,9% del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti. Negli altri paesi industriali la svolta, seppure in genere meno marcata, è stata tuttavia di intensità notevole rispetto ai parametri storici. Di regola le fluttuazioni delle scorte tendono ovviamente ad essere strettamente correlate al tasso di variazione della domanda finale. Lo scorso anno, in seguito

al rallentamento della domanda finale si è rilevato che le scorte andavano accumulandosi ad un ritmo più veloce del previsto, di conseguenza le imprese hanno reagito contraendo la produzione.

La questione verte quindi sul perché la domanda finale in termini reali abbia subito una così brusca frenata a metà anno. A tale riguardo può essere utile esaminare il comportamento delle componenti della domanda nel corso dell'attuale ripresa in rapporto alla precedente congiuntura. La tabella che segue riporta le variazioni percentuali complessive di tali componenti misurate dal precedente massimo ciclico relativamente all'attuale ed ai due precedenti cicli economici. Essa considera solo i sei paesi per i quali sono disponibili dati trimestrali sul reddito nazionale; tali paesi forniscono d'altra parte circa l'80% della produzione complessiva dell'OCSE. Le date dei massimi ciclici nei singoli paesi sono state fissate sulla base dell'andamento della produzione industriale. Rispetto ai dati su quest'ultima, le cifre relative al prodotto nazionale lordo a prezzi costanti, che comprendono la spesa per i servizi pubblici e privati e per le abitazioni, coprono ovviamente un campo di rilevazione più ampio. Comunque tali cifre confermano che nella maggior parte dei paesi l'attuale ripresa produttiva in termini reali è stata notevolmente più debole che nelle fasi raffrontabili dei cicli passati. Ma, al di là di questa approssimativa generalizzazione, le differenze che presentano i vari paesi nel comportamento delle componenti della domanda finale a prezzi costanti paiono essere tanto marcate quanto le analogie.

Comparazione su base ciclica fra le variazioni cumulative nelle componenti del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti.

Paesi	Periodi comparati ¹	PNL	Consumi		Investimenti ²		Esporta- zioni	Importa- zioni
		a prezzi costanti	privati	pubblici	escluse abita- zioni	abita- zioni		
		variazioni percentuali cumulative dal precedente massimo ciclico						
Germania	II/66 — I/69	10,8	9,7	5,2	11,8	— 6,1	30,7	25,3
	III/71 — II/74	9,0	6,2	13,0	— 6,5	— 3,8	42,7	23,5
	I/74 — IV/76	2,9	8,3	8,8	7,4	— 11,2	3,9	20,0
Regno Unito	IV/64 — I/68	8,7	9,5	12,6	17,0	24,7	19,7	17,1
	II/69 — III/72	8,0	12,6	9,4	8,8	5,9	8,6	19,3
	III/73 — IV/76	1,9	— 1,2	10,4	— 13,9	0,9	13,0	0,6
Giappone	I/62 — I/65	31,0	30,9	24,6	31,7	71,0	62,4	39,2
	IV/64 — IV/67	33,0	26,6	17,0	40,4	50,4	37,2	52,9
	IV/73 — IV/76	8,1	9,2	15,2	— 12,9	— 0,5	50,0	7,3
Stati Uniti	I/60 — II/63	11,2	10,9	15,3	9,0	13,4	22,0	13,0
	IV/69 — I/73	14,1	16,0	— 0,0	12,5	60,6	31,2	26,1
	IV/73 — I/77	4,4	10,0	4,7	— 7,9	— 3,9	7,8	10,3
Canada	I/60 — IV/62	11,7	8,5	20,1	5,1	— 9,3	9,7	— 1,6
	I/69 — IV/71	13,0	13,6	19,1	14,9	15,4	15,4	13,9
	I/74 — IV/76	4,5	14,6	7,7	0,5	— 0,7	— 0,9	8,2
Francia	I/64 — I/66	10,4	8,3	12,1	15,8	29,0	15,7	9,6
	II/66 — II/68	2,7	5,8	8,7	12,2	— 2,5	— 6,9	5,3
	III/74 — III/76	3,5	8,3	1,6	4,1		6,6	12,7

¹ Per ciascun paese il ciclo più recente, che va dal massimo ciclico agli ultimi dati trimestrali, viene raffrontato con i risultati relativi allo stesso numero di trimestri nei precedenti cicli. ² Escluse le variazioni delle scorte.

La maggiore difformità si riscontra forse nell'andamento dell'interscambio con l'estero dei singoli paesi. Mentre la Germania, in presenza di un andamento al rialzo del marco tedesco, è alquanto riuscita a stimolare la domanda interna del settore pri-

vato (eccetto l'edilizia residenziale) ed a trasferire la stessa sulle importazioni, in Giappone la domanda privata interna è rimasta relativamente debole, mentre si è registrato un grandissimo incremento su base netta nel volume delle esportazioni di merci e servizi. Nel Regno Unito i consumi privati (ma non quelli pubblici) e gli investimenti in impianti ed attrezzature sono caduti vistosamente nell'ultimo ciclo congiunturale; al concomitante miglioramento in termini reali del saldo commerciale ha fatto però riscontro un peggioramento delle ragioni di scambio. Per contro, in Francia e Canada i consumi privati sono stati relativamente sostenuti e paiono aver contribuito alla debolezza della posizione esterna.

Per quanto concerne le analogie, vi è stata una certa coerenza nell'andamento di alcune componenti della domanda. Gli investimenti fissi industriali sono rimasti eccezionalmente depressi quasi ovunque (eccetto che in Germania); in modo particolare però in quei paesi dove la spesa per consumi è stata più debole. Anche nel comparto dell'edilizia residenziale la costruzione di nuovi appartamenti si è mantenuta nettamente al disotto dei livelli massimi antecedenti la recessione.

Cambiamenti congiunturali e strutturali: il punto della situazione.

La prolungata battuta d'arresto iniziata a metà 1976 ha costituito un evento sconcertante che ha colto di sorpresa i responsabili della politica economica. Più di recente, nonostante i sintomi di rinnovato slancio in alcuni paesi, persistono dubbi sul vigore di tale risveglio e sulla possibilità di mantenerlo nel tempo ad un ritmo regolare. L'attuale ciclo congiunturale si è senz'altro dimostrato molto dissimile dai precedenti per quanto riguarda intensità, durata e cause agenti. Per la maggior parte dei paesi il 1977 segna il quarto anno trascorso dal precedente massimo ciclico ed in parecchi di essi molti anni paiono ancora dover trascorrere prima che la disoccupazione possa essere abbassata a livelli accettabili. Questo ciclo economico è poi chiaramente diverso da quello degli anni Trenta in termini sia quantitativi sia qualitativi. Ma se lo si considera come un prolungato periodo di "sviluppo depresso", nel senso che la crescita della produzione si mantiene da diversi anni ben al disotto della precedente tendenza di lungo periodo, esso si discosta sensibilmente anche dalla maggior parte delle recessioni verificatesi dopo la guerra. La debolezza della ripresa attuale è imputabile ad una inadeguata risposta anticongiunturale da parte della politica economica? Oppure agiscono più fondamentali fattori di struttura? Per quanto riguarda diagnosi e prescrizioni, vi è stata una gamma di approcci largamente differenziati. Le analisi proposte non sono sempre fra loro incompatibili e la pertinenza di ciascuna di esse può variare notevolmente da un paese all'altro.

Secondo uno dei punti di vista, il nostro attuale malessere economico è in gran parte da attribuire al fatto che le autorità responsabili della politica economica, soprattutto nei paesi "forti", sono state eccessivamente caute nello stimolare la domanda aggregata. Esse non avrebbero saputo valutare correttamente che i maggiori impulsi inflazionistici degli anni recenti, così come il forte rincaro del petrolio e delle derrate alimentari, erano per lo più di natura eccezionale e transitoria. Né avrebbero tenuto adeguatamente conto del forte effetto depressivo sulla spesa di tali incrementi esogeni dei prezzi. Ne consegue che, nel cercare di combattere l'inflazione comprimendo severamente la domanda interna, le autorità avrebbero contribuito inconsapevolmente a causare una recessione il cui costo complessivo, in termini di disoccupazione

e di produzione perduta, supera di gran lunga il costo della temuta inflazione. Nel corso del 1976 i sostenitori di questa tesi hanno fermamente asserito che uno stimolo addizionale alla domanda non avrebbe comportato rischi d'inflazione inaccettabili, date le prevalenti condizioni di forte sottoutilizzo degli impianti e della manodopera. Un tale passo è inoltre visto come un requisito preliminare affinché il commercio mondiale si sviluppi ad un ritmo che consenta ai paesi più deboli di trovare un proprio equilibrio anziché accumulare debiti sempre più pesanti.

Un'altra concezione, contrastante con la prima, sostiene che il "*fine-tuning*" dell'economia mediante interventi discrezionali di politica fiscale ha ormai poco più che un effetto transitorio sui livelli della produzione e dell'occupazione. Inoltre, una più rapida espansione degli aggregati monetari può avere un effetto di stimolo a breve termine, ma nel lungo periodo tende semplicemente ad accelerare il tasso d'inflazione. Nello stesso tempo, l'alto livello di disoccupazione è considerato come una conseguenza inevitabile ed un costo della passata inflazione, per cui l'eliminazione di questa è vista come una condizione preliminare per una nuova, duratura fase di sviluppo. In altri termini, data l'elevata sensibilità dei moderni mercati delle merci e del lavoro alle aspettative circa salari e prezzi, non esisterebbe più una sicura alternativa nel breve periodo fra disoccupazione ed inflazione. Qualsiasi ulteriore stimolo impartito all'economia, accrescendo le aspettative inflazionistiche, condurrebbe ben presto a reazioni neutralizzanti nel settore privato. Le imprese, prevedendo di essere colte successivamente fra costi crescenti da un lato e rinnovate politiche restrittive dall'altro, posporrebbero l'attuazione dei progetti di investimento. I consumatori, dal canto loro, attendendosi una ulteriore erosione del valore dei risparmi accumulati, spenderebbero meno. Gli investitori, nella previsione di un aumento dei tassi di interesse sottrarrebbero i loro fondi ai mercati finanziari per investirli in attività più liquide. Pertanto, secondo il punto di vista ora esposto, la via più sicura per ritornare ad uno stabile sviluppo sta nel perseverare in una politica di moderata e regolare espansione degli aggregati monetari.

Un terzo approccio considera i nostri attuali problemi soprattutto come una conseguenza delle tendenze di lungo periodo sia nella distribuzione del reddito, sia nelle posizioni finanziarie dei vari settori. Da alcuni anni, si sostiene, la quota di reddito spettante alle imprese ha subito una costante erosione. Tale asimmetria nella remunerazione dei fattori ha materialmente ridotto la capacità e volontà delle imprese di intraprendere nuovi investimenti produttivi. Inoltre, per lungo tempo, l'inflazione ha attenuato tale erosione riducendo l'onere effettivo delle passività finanziarie in essere e facilitando il ricorso all'ulteriore indebitamento a tassi d'interesse reali assai bassi. Indi, dal 1974 circa in poi, le società sono state poste di fronte a seri problemi di autofinanziamento ed hanno avvertito l'esigenza di un prolungato periodo di ristrutturazione dei propri bilanci. I loro sforzi si sono diretti verso la riduzione dei costi e della manodopera impiegata, l'annullamento o differimento di progetti di investimento e la ricostituzione di posizioni di liquidità, anche attraverso il rimborso od il consolidamento dei debiti. Il processo di ristrutturazione finanziaria è ora alquanto avanzato in alcuni paesi, ma il timore di un nuovo deterioramento può costituire ancora una remora agli investimenti. Inoltre, sebbene la compressione dei profitti si sia alquanto attenuata in diversi paesi, la redditività è tuttora bassa rispetto ai parametri storici e pare ancora scoraggiare l'intrapresa di nuovi investimenti. Inoltre, i consumatori hanno contenuto la spesa, destinando al risparmio una quota di reddito eccezionalmente alta. Anche se ciò riflette in parte l'azione erosiva esercitata dalla persi-

stente inflazione sul valore reale delle disponibilità finanziarie, nel determinare il cauto atteggiamento delle Famiglie ha contribuito anche l'incertezza circa le prospettive di reddito e di occupazione.

Vi è infine un'altra corrente di opinione che considera gli attuali problemi in una prospettiva ancora più lontana. Alcuni osservatori, ad esempio, ritengono che sia stato raggiunto il punto di svolta nel cosiddetto "ciclo di Kondratieff", comportante oscillazioni cicliche con periodi da venticinque a cinquant'anni. Una recente interpretazione sostiene che la notevole crescita economica avutasi nel mondo industrializzato occidentale negli ultimi decenni si è basata sulla disponibilità di derrate alimentari, materie prime ed energia abbondanti e a basso prezzo. Tale situazione avrebbe ora subito un mutamento di fondo, cosicché l'ulteriore sviluppo dipenderà dall'attuazione di profondi aggiustamenti strutturali basati soprattutto su un cambiamento di qualità e di indirizzo negli sforzi d'investimento nazionali. Seguendo orientamenti diversi, viene talvolta fatto riferimento a certi altri fenomeni di lungo periodo che paiono agire da freno ad un rinnovato sviluppo, come l'insorgere di ampie sacche di capacità inutilizzata nei comparti dell'edilizia residenziale e dell'industria cantieristica, siderurgica e tessile.

L'elenco delle diagnosi è lungo, ma riflette i numerosi elementi imponderabili che si oppongono ad un'equilibrata valutazione dell'attuale situazione e dei suoi prevedibili sviluppi. Nelle pagine che seguono si tenterà di fare luce su alcune delle ipotesi avanzate. La posizione che ne emergerà è sostanzialmente eclettica.

L'impiego delle risorse: aggiustamento oppure assecondamento?

Dagli inizi degli anni Settanta i singoli paesi industriali sono stati sottoposti ad una serie di inconsuete scosse di natura esogena: il crollo del sistema di cambi fissi, un accesso di inflazione mondiale senza precedenti ed un brusco rincaro del petrolio e di altre materie prime. Alle tensioni inflazionistiche ed ai disavanzi con l'estero emersi negli anni 1973-74, le autorità nazionali hanno reagito con differenti indirizzi di politica economica, che vanno dall'"aggiustamento" — attuato principalmente combattendo l'inflazione — all'"assecondamento", sostenendo la domanda e l'occupazione. Di conseguenza i paesi si sono di recente trovati su un terreno assai dissimile, almeno per quanto concerne il profilo caratteristico dei loro problemi particolari. Se è vero che l'estensione della recessione ha lasciato praticamente tutti i paesi con elevati tassi di disoccupazione e debole domanda globale, ciò non implica che vi debba essere una soluzione comune. Il fatto è che ogni paese pare avere problemi peculiari circa l'allocazione per grandi categorie delle risorse: fra domanda interna ed esportazioni, fra settore pubblico e settore privato, fra consumi ed investimenti.

Consumi e risparmio delle Famiglie. Nell'attuale ripresa economica, come nelle precedenti, hanno agito da primo motore un'accelerazione della spesa per consumi, ed un processo di ricostituzione delle scorte ad essa strettamente collegato. Laddove sono disponibili, i dati trimestrali e semestrali concernenti i principali paesi industriali indicano che i consumi hanno avuto un apprezzabile impulso durante lo stadio iniziale della ripresa, benché con sensibili sfasature. La spesa addizionale si è concentrata specialmente nei beni durevoli, soprattutto automobili. Negli Stati Uniti, ad esempio, la spesa per beni durevoli è aumentata, in termini reali, del 17% nel periodo di dodici mesi che va fino al primo trimestre del 1976, per poi scendere ad un tasso di incre-

Variazioni del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti e delle sue componenti.

Paesi	Anni	PNL a prezzi costanti	Doman- da finale*	Esporta- zioni	Importa- zioni	Domanda interna				
						Totale	Consumi		Investimenti	
							privati	pubblici	escluse abita- zioni	abita- zioni
tassi percentuali di variazione su base annua										
Belgio . . .	1962-73	5,1	4,9	10,6	10,3	4,7	4,6	5,6	4,5	4,5
	1974	4,2	3,6	10,7	11,6	3,9	2,5	4,4	6,8	10,2
	1975	— 1,8	1,2	— 9,9	— 10,9	0,9	0,9	7,0	— 3,5	— 8,1
	1976	2,3	— 0,2	7,0	8,5	0,4	2,3	3,5	— 6,2	13,9
Canada . .	1962-73	5,6	5,6	9,4	9,0	5,6	5,4	5,5	6,1	6,8
	1974	3,2	2,4	— 2,3	8,9	5,2	4,9	6,6	7,0	— 2,0
	1975	0,6	3,0	— 7,3	— 2,5	4,0	4,8	3,7	5,0	— 7,7
	1976	4,6	3,7	9,5	8,1	4,5	6,3	3,0	— 3,5	18,8
Francia . .	1962-73	6,1	6,1	11,1	12,0	6,2	5,5	5,6	7,9	7,8
	1974	2,9	3,3	9,8	4,8	2,3	2,6	2,6	— 0,3	4,9
	1975	— 1,4	1,7	— 3,7	— 7,2	1,3	3,2	2,7	— 4,6	— 3,9
	1976	4,9	.	9,5	15,8	.	4,2	4,2	.	.
Germania .	1962-73	4,6	4,6	10,1	9,9	4,4	4,6	3,8	5,5	3,5
	1974	0,4	1,6	12,5	4,7	— 1,4	0,2	4,5	— 8,2	— 8,7
	1975	— 2,5	— 2,6	— 9,1	0,8	1,1	2,5	3,6	0,4	— 9,0
	1976	5,5	3,6	10,4	10,8	3,6	3,3	2,8	6,5	2,5
Giappone .	1962-73	10,2	10,1	14,4	14,2	10,2	8,8	6,2	12,6	15,1
	1974	— 1,3	— 1,6	19,2	11,7	— 2,5	1,4	4,3	— 10,4	— 11,7
	1975	2,4	4,6	4,3	— 8,5	0,7	6,0	6,8	— 5,9	7,9
	1976	6,1	6,1	15,8	7,6	3,0	4,3	4,3	3,6	9,8
Italia . . .	1962-73	4,8	4,7	9,2	9,4	4,7	5,4	3,9	3,4	2,2
	1974	3,9	4,2	9,3	2,1	2,7	2,5	2,9	3,9	2,6
	1975	— 3,6	— 0,5	3,4	— 10,5	— 3,3	— 1,4	2,7	— 14,8	— 11,6
	1976	5,5	3,0	11,8	12,3	2,8	3,2	1,9	3,6	— 1,2
Norvegia . .	1962-73	4,2	4,2	8,0	8,0	4,3	4,0	5,7	4,5	7,3
	1974	5,0	2,1	0,5	4,3	3,9	4,0	3,3	5,9	— 0,3
	1975	3,6	5,5	3,1	6,6	7,0	5,4	5,0	10,8	7,3
	1976	5,3	5,4	7,3	10,8	7,1	6,1	4,5	13,7	— 1,0
Paesi Bassi	1962-73	5,7	5,6	10,8	10,8	5,1	5,6	2,9	5,5	9,3
	1974	2,4	2,4	3,0	0,0	0,5	2,3	1,4	— 1,3	— 13,7
	1975	— 2,2	0,4	— 3,7	— 2,7	1,3	3,0	2,6	— 3,1	— 7,1
	1976	4,2	2,7	9,2	9,7	2,6	4,0	4,0	— 4,0	2,2
Regno Unito	1962-73	3,1	2,9	6,1	6,3	3,0	2,9	2,3	4,6	3,5
	1974	— 0,5	0,6	7,3	1,3	— 1,2	— 1,2	1,9	— 1,4	— 2,5
	1975	— 2,4	0,3	— 4,1	— 6,7	— 0,5	— 1,0	4,6	— 3,0	6,6
	1976	1,4	—	6,7	4,9	— 0,7	0,2	2,7	— 5,3	— 0,3
Spagna . .	1962-73	6,9	6,8	12,6	12,0	6,8	6,2	5,9	9,3	
	1974	4,9	6,2	— 1,6	4,7	5,3	5,6	5,7	4,4	
	1975	0,8	.	— 2,7	— 2,0	0,9	2,1	3,6	— 3,5	
	1976	1,7	.	7,4	5,1	1,6	2,3	3,9	— 1,4	
Stati Uniti .	1962-73	4,0	4,0	7,5	8,1	4,0	4,3	2,5	4,7	4,2
	1974	— 1,7	— 1,1	10,6	1,0	— 1,8	— 1,1	1,7	— 1,5	— 27,8
	1975	— 1,9	— 0,1	— 7,0	— 17,0	— 0,7	1,5	2,9	— 12,0	— 16,3
	1976	5,9	4,3	5,9	16,2	4,9	5,5	2,9	0,6	20,0
Svezia . . .	1962-73	3,8	3,8	9,1	7,5	3,4	2,9	4,4	4,1	2,7
	1974	4,0	1,5	8,1	14,9	3,2	4,3	2,9	3,8	3,2
	1975	0,6	— 0,1	— 9,0	— 2,1	2,1	2,9	5,5	— 1,5	2,1
	1976	1,0	4,9	6,8	5,5	4,5	3,2	2,9	0,3	4,5
Svizzera . .	1962-73	4,2	4,3	7,2	7,5	4,2	4,2	3,6	4,1	5,3
	1974	1,7	— 0,4	1,9	— 0,6	— 1,4	— 0,5	1,6	0,0	— 17,4
	1975	— 8,0	— 2,6	— 7,0	— 15,4	— 5,6	— 2,9	1,4	— 8,3	— 39,3
	1976	— 0,1	— 2,0	8,9	10,4	— 2,0	— 1,7	6,0	— 6,9	— 4,8

* Parli alla variazione del PNL a prezzi costanti meno gli investimenti netti in scorte.

mento annuo inferiore al 4 % per la restante parte dell'anno. Per gli altri paesi non sono generalmente disponibili i dati sulla spesa in beni di consumo durevoli, ma le nuove immatricolazioni di auto in Germania e Giappone fanno supporre un analogo andamento anche in questi due paesi. Tuttavia, già nella prima metà del 1976, l'espansione dei consumi ha iniziato a vacillare in un paese dopo l'altro, scendendo ovunque a livelli assai inferiori alla norma nel secondo semestre dell'anno. Questo repentino cambiamento di cadenza ha intaccato la fiducia imprenditoriale inducendo una nuova flessione delle scorte.

Sulla base dei dati annuali, disponibili per un maggior numero di paesi, la dinamica della spesa per consumi ha assunto toni diversi a seconda dei paesi. Stati Uniti, Canada, Svezia e Norvegia hanno registrato incrementi relativamente ampi, superiori alle medie degli anni 1962-73. Nella maggior parte degli altri paesi, fra cui Germania e Giappone, l'aumento si è situato fra il 3 ed il 4,5 %, restando sensibilmente inferiore al tasso di sviluppo di lungo periodo. Nel Regno Unito e in Svizzera la spesa complessiva per consumi è addirittura diminuita, mentre in Spagna l'incremento è stato ancora eccezionalmente basso. Questo multiforme andamento pare essere stato in larga parte determinato dalle differenze nelle variazioni in termini reali del reddito disponibile.

Ma a prescindere da tali diversità, perché la spesa per consumi ha perso così presto di slancio? Una ragione è stata l'incidenza del drenaggio fiscale derivante dal fatto che i redditi monetari soggetti ad imposta sono stati ulteriormente sospinti verso l'alto dalla spirale inflazionistica salari-prezzi. Secondo le stime dell'OCSE, nel 1976 le variazioni nell'incidenza delle imposte nette gravanti sulle Famiglie (imposte dirette e contributi previdenziali, al netto dei trasferimenti) hanno sensibilmente ridotto l'aumento del reddito disponibile negli Stati Uniti, in Canada, Francia, Germania e Italia. Un'altra ragione è stata la sottrazione dal flusso di reddito interno della spesa connessa ai più elevati esborsi per le importazioni di petrolio.

Un ulteriore fattore è stato l'andamento del risparmio delle Famiglie. In molti paesi i consumi hanno continuato a trarre vantaggio da un calo della quota di risparmio rispetto ai precedenti livelli eccezionalmente elevati. L'andamento discendente è stato tuttavia poco pronunciato oppure ha addirittura subito una temporanea inversione, sicché la propensione al risparmio è rimasta in genere eccezionalmente

Rapporto fra risparmio e reddito disponibile delle Famiglie.¹

Paesi	1965-69	1970-74	1975		1976	
			1° semestre	2° semestre	1° semestre	2° semestre
			in percentuale			
Canada	5,9	7,9	10,9	9,6	11,0	8,1
Francia	15,4	17,1	17,7		16,3	
Germania	12,2	14,3	16,8	14,8	14,5	14,8
Giappone	18,8	21,6	23,8	22,9	22,7	22,2 ²
Regno Unito	8,3	10,7	15,0	14,7	14,9	13,6
Stati Uniti	6,5	7,8	8,1	7,5	7,0	6,0

¹ Dati destagionalizzati, da fonti nazionali. ² Terzo trimestre.

elevata. Da un lato in molti paesi l'inflazione ha comportato una continua erosione del valore reale delle attività finanziarie che gli investitori hanno cercato di compensare con più elevati tassi di risparmio corrente; dall'altro la disoccupazione su vasta scala e le incertezze circa i redditi futuri ed il posto di lavoro hanno incoraggiato una elevata propensione al risparmio basata su motivi precauzionali.

Ma la ragione più importante sta forse nel fatto che l'aumento del reddito disponibile delle Famiglie non è stato sostenuto nel corso della ripresa dal consueto rilancio dell'edilizia residenziale e degli investimenti in impianti ed attrezzature. Quali ostacoli ha incontrato la ripresa in tali settori?

Edilizia residenziale. Nei cicli passati la costruzione di abitazioni è stata generalmente un fattore stabilizzante di primaria importanza. Tipicamente, l'instaurarsi di condizioni di maggiore distensione sul mercato del credito nel corso di una recessione rende relativamente abbondanti e poco onerosi i prestiti ipotecari sicché le nuove costruzioni svolgono un ruolo eminente nel ridare slancio all'economia. In una fase successiva, con la risposta degli investimenti fissi industriali all'espansione dei consumi e dell'attività costruttiva, il mercato creditizio si fa nuovamente più teso, determinando un rallentamento dell'attività edilizia.

Praticamente per tutto il periodo del dopoguerra, la costruzione di abitazioni ha inoltre avuto nella maggior parte dei paesi una tendenza di fondo fortemente ascendente. In un certo numero di casi tale tendenza andava largamente attribuita alle politiche volte ad incoraggiare la costruzione di nuove case: edilizia popolare, sovvenzioni, agevolazioni fiscali, forme particolari di risparmio, e simili.

Nell'attuale ciclo l'edilizia residenziale non ha invece seguito il consueto corso. Nel 1975 il punto di minimo raggiunto dalla recessione nella costruzione di abitazioni ha pressoché coinciso, nella maggior parte dei paesi, con quello dell'attività industriale nell'insieme. In alcuni paesi, quali Stati Uniti, Giappone, Germania, Paesi Bassi, Svezia e Svizzera, il minimo è stato alquanto basso, segnando il punto d'arrivo di una discesa durata due o tre anni. Seppure con sensibile ritardo, il calo è stato parimenti accentuato e prolungato in Francia e Italia. Nel 1975 una vivace ripresa si è messa in moto negli Stati Uniti e in Canada; l'anno scorso i sintomi di una rinnovata espansione sono stati altresì evidenti in Belgio, Paesi Bassi e Svezia. Altrove l'edilizia residenziale è tuttavia rimasta a livelli relativamente bassi.

Come si spiega la prolungata debolezza nel settore dei nuovi fabbricati residenziali? Pare improbabile che il principale impedimento sia consistito nelle difficoltà di reperimento dei fondi. Nella maggior parte dei paesi le istituzioni finanziarie che forniscono prestiti ipotecari hanno registrato negli ultimi anni un grande afflusso di nuovi fondi, sicché i mezzi finanziari sono ora in genere prontamente disponibili. I tassi d'interesse sui prestiti ipotecari restano tuttavia piuttosto alti rispetto ai valori storicamente normali e possono pertanto agire da fattore di dissuasione nel ricorso al credito. E ciò potrebbe facilmente corrispondere alla realtà se, come pare probabile, i mutuatari si attendono rincari delle abitazioni molto meno pronunciati che nel passato. Invero il comparto più depresso nel settore delle abitazioni è stato quello riguardante la costruzione di fabbricati costituiti di più appartamenti destinati a locazione o vendita; ciò vale ad esempio per Francia, Paesi Bassi, Svizzera e Stati Uniti. Per le iniziative di questo genere, i margini di profitto e le aspettative circa

l'incremento di valore degli immobili svolgono naturalmente un ruolo determinante. In breve, la recessione nell'edilizia residenziale è stata in parte una reazione al rallentamento dell'inflazione dopo un lungo periodo di crescita accelerata dei prezzi.

Alcuni fattori di ancor più lungo periodo possono altresì aver agito. Storicamente, è stata osservata nel periodo anteguerra l'esistenza di lunghi cicli, di durata circa ventennale, nella costruzione di abitazioni. E' possibile che tendenze di tale tipo esistano anche nel periodo postbellico e abbiano iniziato di recente a manifestarsi. In molti paesi la capacità produttiva nel settore edile si era adeguata in una prima fase alla rapida espansione dell'edilizia residenziale, mantenendo in media un elevato tasso di crescita per molti anni. Ma da qualche tempo la domanda di nuove abitazioni in Germania, Svizzera, Paesi Bassi e Scandinavia ha dato segni di saturazione. In alcuni casi questa tendenza è stata accentuata dall'andamento demografico, particolarmente marcato in alcune aree geografiche, nel senso di un rallentamento sia nella crescita della popolazione, sia nella formazione di nuovi nuclei familiari. In alcuni paesi, quali Germania e Svizzera, le autorità hanno sentito la necessità di iniziare una graduale riduzione della capacità produttiva del settore. Tutto sommato le prospettive di un rilancio dell'edilizia residenziale sono relativamente favorevoli solo in un limitato numero di paesi, mentre altrove v'è da attendersi una modesta crescita o addirittura un'ulteriore flessione.

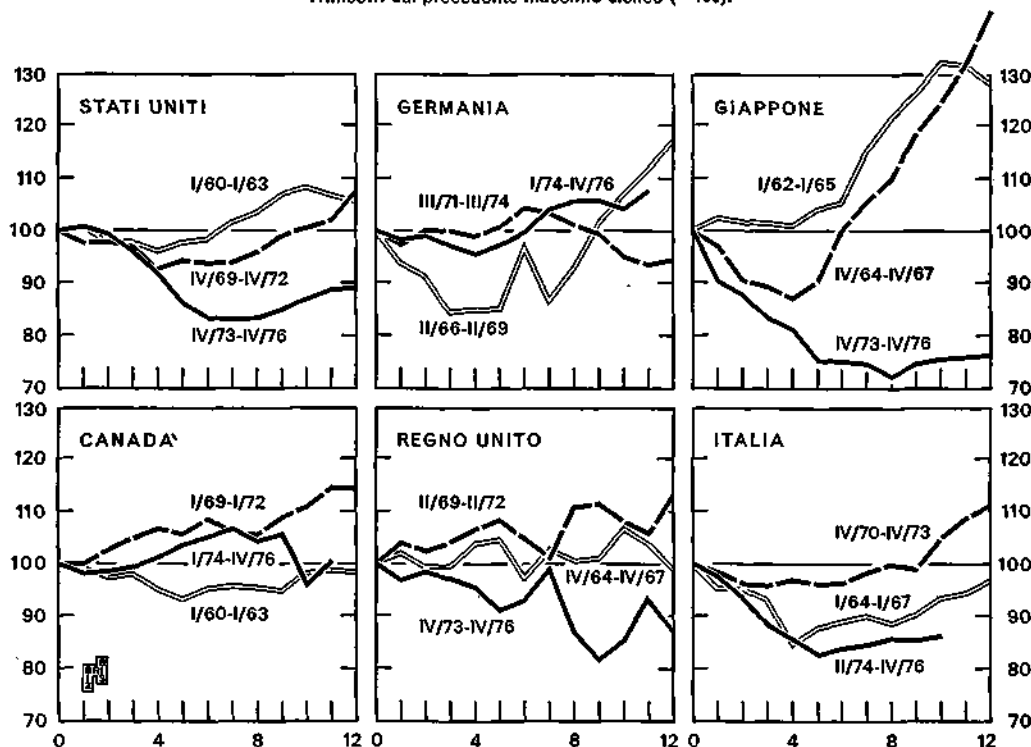
Spese per investimenti fissi delle imprese.

All'inizio del 1976 molti osservatori contavano su un rilancio della spesa delle imprese per investimenti fissi per dare ulteriore slancio alla ripresa nel corso dell'anno. Questo era stato infatti l'andamento consueto nelle fasi di ripresa dei precedenti cicli economici. Invece, alla fine del 1976, nella maggior parte dei paesi ad eccezione della Germania, la spesa a prezzi costanti delle imprese per investimenti fissi non solo risultava nettamente al disotto della punta massima del periodo antecedente la recessione, ma presentava anche un ritmo di crescita assai più lento di quello registrato durante la precedente esperienza ciclica. In effetti, in Giappone, negli Stati Uniti e in Italia la spesa a prezzi costanti per impianti e attrezzature è aumentata di ben poco rispetto al minimo ciclico del 1975. In Germania, gli investimenti fissi delle imprese sono stati in parte accelerati dal premio sugli investimenti istituito verso la fine del 1974, ma il loro recupero è stato modesto rispetto al livello raggiunto già nel 1970. La perdurante debolezza della spesa delle imprese in investimenti fissi ha svolto un ruolo primario nella pausa di metà anno della ripresa economica e, senza il sostegno di una maggiore spesa per impianti ed attrezzature, si è semplicemente esaurita l'espansione interdependente dell'occupazione, del reddito disponibile e della spesa per consumi.

Per le imprese l'incentivo ad effettuare investimenti in nuovi impianti e attrezzature è determinato congiuntamente dal tasso atteso di remunerazione sugli investimenti e dal costo del capitale (cioè dalla redditività che gli imprenditori si aspettano dalla propria azienda, tenuto conto dei rendimenti ottenibili da investimenti alternativi). Sebbene sia difficile misurare tali elementi, anche perché si riferiscono a valori attesi, è tuttavia possibile delineare in via approssimativa il loro andamento durante l'attuale ripresa.

Andamento a prezzi costanti degli investimenti fissi
(escluse le abitazioni).

Trimestri dal precedente massimo ciclico (=100).



Nº 2238

Il costo del capitale è il costo che le società devono sostenere per finanziare nuovi progetti di investimento. Nella tabella che segue sono raffrontati i tassi di rendimento delle obbligazioni delle società negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Germania in determinati anni. Questi tassi di interesse a lungo termine, pur essendo ultimamente diminuiti rispetto ai massimi assoluti del 1974, restano tuttavia a livelli alquanto elevati. Durante periodi di rapida inflazione è certamente assai difficile stabilire se i tassi di rendimento in termini nominali siano effettivamente elevati o meno, in quanto comprendono un premio a copertura dell'inflazione attesa. A questo riguardo, una misura più attendibile – cioè meno influenzata dall'inflazione, sebbene non immune da essa – è quella fornita dal rapporto tra dividendo e corso delle azioni.

Tassi di rendimento delle obbligazioni societarie
a lungo termine e delle azioni.

Paesi	Rendimenti delle obbligazioni a lungo termine					Rapporto dividendo/corso delle azioni				
	1964	1968	1972	1974	1976	1964	1968	1972	1974	1976
	medie annue									
Germania	6,2	6,7	8,1	11,1	8,2	3,0	3,1	3,1	4,2	3,5
Regno Unito	6,5	8,3	9,8	16,7	15,2	4,7	3,7	3,3	8,2	6,0
Stati Uniti	4,8	6,9	8,2	9,5	9,8	3,0	3,1	2,8	4,5	3,8

Il rendimento rappresentato dal dividendo, sebbene non esattamente corrispondente al costo del capitale, è probabilmente in grado di rispecchiarne i movimenti a medio termine di una certa ampiezza.

I rendimenti in termini di dividendo per Stati Uniti, Regno Unito e Germania sono riportati sul lato destro della tabella. In tutti e tre i paesi essi avevano raggiunto livelli alquanto elevati nel 1974, a causa di un forte premio di rischio dovuto alle incertezze di una recessione acuta e di una rapida inflazione. Ma nel 1976, in Germania i rendimenti erano scesi ad un livello di poco superiore a quello del corrispondente periodo del 1972, anno caratterizzato da forti spese per investimenti. Invece, nel Regno Unito i rendimenti in termini di dividendo nel 1976 sono rimasti nettamente al di sopra di quelli registrati nei corrispondenti periodi precedenti; e lo stesso vale, seppure in misura notevolmente inferiore, per gli Stati Uniti. L'elevato livello di questi rendimenti riflette in certa misura il prezzo relativamente basso delle azioni. Ad esempio, dal 1963-65 al 1976 in Germania, nel Regno Unito e negli Stati Uniti il corso delle azioni industriali, depurato della componente inflazionistica, è diminuito, rispettivamente del 45, 50 e 20%. Ciò probabilmente riflette sia le incertezze circa i profitti sia il permanere di forti aspettative inflazionistiche. In ogni caso, sembrerebbe che il costo del capitale sia rimasto relativamente elevato e sia stato un elemento che ha contribuito a scoraggiare le società dall'effettuare nuovi investimenti.

Per quanto riguarda l'altro aspetto degli incentivi agli investimenti, durante la ripresa gli utili societari hanno avuto un recupero più netto in alcuni paesi rispetto ad altri. Alla fine del 1976 gli utili al netto delle imposte, in base ai dati di bilancio, si erano più che raddoppiati rispetto al loro minimo ciclico negli Stati Uniti e in Giappone, mentre nel Regno Unito gli utili lordi di gestione avevano registrato un incremento minore, ma pur sempre apprezzabile. Ciò nonostante in Giappone e nel Regno Unito gli utili societari permanevano al di sotto dei livelli antecedenti la recessione. In Germania, essi sono sensibilmente aumentati nel primo semestre del 1976 — grazie anche al riconoscimento da parte dei sindacati della necessità di un certo miglioramento nella struttura del capitale delle società — ma questo progresso è stato parzialmente annullato nel secondo semestre dell'anno. In alcuni paesi, per contro, le continue spinte al rialzo dal lato dei costi, che in alcuni casi hanno coinciso con disposizioni limitanti gli aggiustamenti dei prezzi, hanno esercitato una costante compressione sugli utili. La redditività è stata inoltre sensibilmente influenzata in taluni paesi da deprezzamenti o apprezzamenti delle monete.

Quali sono dunque le ragioni per cui gli investimenti fissi delle imprese non sono riusciti a riprendere quota rapidamente neppure nei paesi in cui gli utili hanno avuto un buon recupero? Una spiegazione, cui si è già accennato, è che in molti paesi il tasso di remunerazione sul capitale investito è storicamente ancora alquanto basso, specie se misurato in relazione al costo di quest'ultimo. Lo scorso anno, in base a dati provvisori per il Regno Unito, il tasso di remunerazione del capitale al lordo delle imposte ottenuto dalle società industriali e mercantili era solo di poco superiore al livello minimo del 3,5 % al quale era sceso nel 1975. Negli anni 1964-66 si è aggirato intorno ad una media dell'11 %, ma successivamente è calato in maniera alquanto costante. Negli Stati Uniti, sebbene vi sia stato un netto progresso, la situazione non è ancora favorevole ad un rilancio degli investimenti. In questo paese, il tasso di remunerazione del capitale al netto dell'imposizione conseguito dalle società non finanziarie è aumentato, secondo stime, dal 3,5 % nel 1974 al 5 % nel 1976, rimanendo quindi nettamente inferiore alla media dell'8 % registrata nel periodo

1964-66. Il fatto non sorprende ove si consideri che esiste ancora un alto grado di capacità inutilizzata e che i costi di sostituzione dei beni strumentali sono aumentati sensibilmente negli ultimi anni. Ciò trova conferma in tutti quei casi in cui alla contabilità aziendale sono stati applicati sistemi, anche se diversi, di indicizzazione.

Una seconda spiegazione è che nella maggior parte dei paesi le società hanno impiegato i maggiori utili per rafforzare la loro posizione finanziaria. Nel corso di molti anni di inflazione accelerata le società avevano via via contratto ingenti debiti a interesse fisso, buona parte dei quali a breve termine. Pertanto, con l'accentuarsi della recessione e la caduta degli utili, molte di esse hanno dovuto fronteggiare gravi problemi concernenti il flusso di disponibilità liquide e gli oneri dell'indebitamento. Di conseguenza, le società negli ultimi tempi hanno perseguito politiche finanziarie insolitamente prudenti, impiegando gli utili prevalentemente per ridurre l'indebitamento e rafforzare la loro situazione di liquidità.

In futuro, un risveglio degli investimenti fissi aziendali appare poco probabile, a meno che non migliori sostanzialmente la redditività attesa dei nuovi investimenti. A questo riguardo, diversi elementi di incertezza sono emersi negli ultimi anni e continuano a pesare considerevolmente sui programmi di investimento.

Un importante fattore di incertezza è consistito nelle aspettative circa i prezzi. A questo proposito, i cambiamenti nel clima inflazionistico degli ultimi due anni circa hanno avuto nel complesso un effetto depressivo sulle decisioni d'investimento. Dopo la metà degli anni Sessanta, in presenza di aspettative inflazionistiche sempre più forti e di tassi di interesse reali pur sempre bassi, l'andamento ascendente dei prezzi pare abbia rappresentato un forte incentivo agli investimenti, specie nei settori in cui i guadagni speculativi potevano essere cospicui, come nel caso dell'edilizia. In seguito, tuttavia, dopo l'esplosione inflazionistica del 1973 e il conseguente aumento dei prezzi dell'energia, si sono inseriti due nuovi elementi. In primo luogo le autorità, specie negli Stati Uniti, in Germania e in Giappone, hanno dato priorità all'esigenza di contenere l'inflazione. In secondo luogo, vi sono stati ampi movimenti nei prezzi relativi e quindi un aumento della varianza dei prezzi rispetto ai loro corsi medi. Senza dubbio, l'incertezza circa la dinamica dell'inflazione sembra sia stata alla base della riluttanza delle imprese ad effettuare investimenti. Nel caso di un'accelerazione dell'inflazione esse rischiano di trovarsi colte tra costi crescenti e nuovi provvedimenti restrittivi, mentre una decelerazione dell'inflazione comporta un maggior onere debitorio di quanto inizialmente previsto. Inoltre, poichè gli attuali tassi di inflazione — anche laddove sono scesi sotto il 10% — si sono dimostrati nel passato intrinsecamente instabili, solo un graduale ritorno ad una maggiore stabilità dei prezzi — cioè ad un'inflazione quasi nulla — consentirà una rinnovata espansione degli investimenti su una base solida e durevole.

Un connesso fattore di incertezza è costituito dalla flessibilità dei tassi di cambio. Rispetto al sistema di cambi fissi, le imprese che commerciano prodotti a livello internazionale devono ora far fronte a nuove incognite per quanto riguarda le loro quote di mercato e i prezzi percepiti o pagati nella loro moneta. E' indubbiamente vero che i tassi di cambio flessibili possono contribuire a prevenire quel genere di distorsioni cumulative negli investimenti che possono formarsi quando i tassi di cambio sono irrigiditi per troppo tempo a livelli irrealistici. Invero una ragione della debolezza degli investimenti fissi in taluni paesi è che negli ultimi anni i rispettivi tassi di cambio si sono apprezzati raggiungendo livelli più adeguati. Più in generale, tuttavia, i cambi flessibili aggiungono un ulteriore elemento di incertezza quanto ai

prezzi e al mercato, che potrebbe di per sé agire da deterrente nelle decisioni di investimento.

Anche in termini di costi di produzione le incertezze sembrano essersi moltiplicate. Il rincaro dei combustibili ha modificato l'efficienza relativa di molte tecniche produttive e non è affatto chiaro come questi prezzi si stabilizzeranno rispetto a quelli di altri fattori. Analogamente permane grande incertezza sui prezzi delle materie prime, la cui notevole instabilità negli anni Settanta può aver frenato gli investimenti nelle industrie di prima lavorazione.

Nel contesto dell'azione governativa, diversi sviluppi di origine recente hanno indebolito l'incentivo ad investire. A questo proposito si potrebbe ricordare l'effetto di nuovi vincoli per la tutela dell'ambiente, delle incertezze sulle attuali e future politiche energetiche e, in taluni paesi, la mancanza di stabilità politica. Tutto ciò ha contribuito a determinare atteggiamenti di prudenza nei confronti dei nuovi investimenti.

Fortunatamente, in alcuni paesi le prospettive per quanto concerne gli investimenti sono di recente alquanto migliorate, ma l'andamento della ripresa è assai diversificato. Negli Stati Uniti, la redditività aziendale e la struttura finanziaria sono molto più forti ed anche i tassi di utilizzazione degli impianti sono aumentati. In base ad indicatori recenti, gli stanziamenti per nuovi investimenti si stanno muovendo verso livelli mai raggiunti e la spesa a prezzi correnti per impianti e attrezzature dovrebbe aumentare in termini nominali del 15 % o più nel 1977. Nel Regno Unito si prevede che quest'anno gli investimenti nell'industria manifatturiera debbano aumentare di oltre il 10 % in termini reali. Anche in Germania, gli investimenti in macchinari, impianti e costruzioni industriali, aumentati del 6,9 % nel 1976, dovrebbero presumibilmente salire ancora circa del 7-8 % quest'anno. In Francia è previsto per il 1977 un incremento degli investimenti del 12 % a prezzi correnti e del 4 % a prezzi costanti. Nell'ultima parte del 1976 in Canada gli investimenti in macchinari e impianti hanno assunto un ritmo più vivace, mentre le costruzioni industriali sono rimaste a livelli molto bassi. In Giappone la ripresa degli investimenti fissi delle imprese è proceduta molto lentamente, ostacolata dall'ampio margine di capacità produttiva inutilizzata e da incertezze sia dal lato dell'offerta sia da quello della domanda. Per il corrente anno finanziario è previsto un aumento a prezzi correnti solo del 5 %, corrispondente ad una leggera flessione in termini reali.

Indubbiamente i fattori che interferiscono nell'andamento degli investimenti fissi delle imprese hanno diverso rilievo da paese a paese e le politiche economiche intese a contrastarne l'influenza devono essere adeguate in conformità. Ma le similitudini fra i paesi industriali dell'Occidente consentono di formulare alcune conclusioni generali. Anzitutto, le politiche economiche dovrebbero cercare di ristabilire un adeguato livello di redditività "reale" del capitale già investito. Senza un più normale flusso di profitti *correnti* non vi sarà aumento nella spesa per investimenti. Ma anche più elevati profitti correnti non sono di per sé bastanti: l'intensità e la durata della recessione, gli squilibri settoriali, il sottoutilizzo di capacità e i numerosi motivi di incertezza sopra elencati hanno scosso fortemente la fiducia degli operatori economici nella capacità dei paesi del mondo industrializzato di ritornare ad una crescita equilibrata e non inflazionistica. Di qui l'esigenza di escogitare politiche che contribuiscano a ricostituire questa fiducia. Il Capitolo IV analizzerà il ruolo della politica monetaria sotto questo profilo. La nostra attenzione è ora rivolta ad esaminare se vi sia margine per stimolare la domanda finale attraverso una politica fiscale discrezionale.

Politica fiscale e gestione della domanda.

Lo scorso anno i disavanzi del settore pubblico sono leggermente calati rispetto ai livelli senza precedenti del 1975. Il fenomeno è principalmente imputabile all'evolversi della ripresa economica e alla corrispondente minor incidenza degli stabilizzatori automatici. Inoltre, le autorità nazionali sono state in genere molto caute nell'introdurre ulteriori incentivi discrezionali di politica fiscale dopo la primavera del 1975. Ed alcune di esse, preoccupate per l'eccezionale livello raggiunto dai disavanzi pubblici, hanno deliberatamente cercato di ridurli, spesso nel quadro di programmi a medio termine. L'anno scorso, quindi, la politica di bilancio ha assunto un indirizzo moderatamente restrittivo e ciò può aver costituito un fattore importante nel rallentamento dell'attività economica della seconda metà dell'anno.

Nonostante ampie sacche di ristagno economico nella maggior parte dei paesi, gli enormi disavanzi del settore pubblico sono diventati in bene o in male un serio elemento frenante per la politica di stimolo discrezionale della domanda. Ma la misura in cui questa affermazione è valida varia da paese a paese in relazione all'ammontare e alle origini del disavanzo, alla situazione di bilancia dei pagamenti, all'esistente grado di ristagno economico, alla sensibilità con cui le aspettative circa i prezzi reagiscono ad una politica fiscale espansiva e, infine, alle priorità che le autorità si prefiggono in tema di inflazione e di disoccupazione.

Come si possono spiegare questi ampi disavanzi del settore pubblico? E come mai, nonostante questi disavanzi, esiste ancora tanto ristagno economico? Il fattore singolo di maggior rilievo è senza dubbio rappresentato dalla gravità della recessione successiva al 1973, che ha provocato automaticamente una brusca caduta del gettito fiscale ed ha richiesto ampi trasferimenti sotto forma di indennità di disoccupazione e di altre provvidenze sociali. Inoltre, le autorità nazionali hanno adottato in varia misura provvedimenti discrezionali, miranti in parte ad attenuare l'effetto deflazionistico

**Pubblica amministrazione:
spesa totale e disavanzo finanziario netto.¹**

Paesi	Spesa totale					Disavanzo finanziario netto (—)				
	1965	1970	1973	1975	1976	1965	1970	1973	1975	1976
	in percentuale sul prodotto interno lordo									
Paesi Bassi	34,8	44,8	48,1	55,4	57,4	— 0,8	— 0,8	1,1	— 1,8	.
Svezia	34,6	41,6	50,3 ²	51,3	54,8	4,5	4,7	3,9 ²	0,7	3,0
Regno Unito	35,3	38,5	40,6	46,1	.	— 2,1	2,6	— 3,6	— 5,2	— 5,0
Italia	32,9	32,7	40,0 ²	48,2	46,2	— 3,2	— 3,1	— 6,4	— 13,3	— 9,2
Germania	36,0	36,9	39,7 ²	46,7	45,9	— 0,4	0,5	1,5	— 5,8	— 4,0
Belgio	32,1	36,2	38,8	45,2	.	.	— 2,4	— 3,7	— 4,4	.
Francia	37,3	38,8 ²	38,5	39,4	41,7	0,4	1,0 ²	1,0	— 2,3	— 1,5
Canada	28,1	34,6	35,1	40,1	39,7	0,4	0,9	1,1	— 2,5	— 2,3
Stati Uniti	27,5	31,9	31,2	35,2	34,3	0,1	— 1,0	0,5	— 4,3	— 2,7
Svizzera	20,9	22,4 ²	24,6	27,2	30,5	— 0,9	— 0,5	— 1,6	— 1,6	— 2,4
Giappone	19,5	18,5	20,6	25,0	.	— 2,8 ²	— 0,8 ²	— 2,8 ²	— 7,4 ²	— 7,6 ²

¹ Dati desunti da fonti nazionali. Le definizioni variano da paese a paese. ² Nuove serie. ³ Include le imprese del settore pubblico.

dei più elevati prezzi del petrolio sul reddito disponibile delle Famiglie. Come risulta dalla tabella che precede, nella maggior parte dei paesi il disavanzo finanziario netto del settore pubblico è fortemente aumentato dal 1973 al 1975.

Già nel 1973, ancor prima che cominciasse la recessione, tre paesi accusavano forti disavanzi del settore pubblico, varianti da poco più del 3,5 % del prodotto interno lordo in Belgio e nel Regno Unito a quasi il 6,5 % in Italia. Per tutti tre i paesi, ma in particolar modo per il Regno Unito e l'Italia, confrontando i due punti ciclici di massimo, questo dato segna un peggioramento rispetto al ciclo precedente. Quindi, per quanto concerne questi tre paesi, il forte disavanzo del settore pubblico degli ultimi anni sembra riflettere un sostanziale elemento di squilibrio strutturale.

Interessante è inoltre il fatto che non sembra esservi stretta relazione tra la dimensione della spesa pubblica e quella del disavanzo finanziario netto globale. Ad esempio, considerando l'anno di massimo ciclico 1973, i tre paesi con forte disavanzo registravano una spesa pari a circa il 40 % del prodotto interno lordo, mentre i corrispondenti dati per la Germania, la Svezia e i Paesi Bassi, tutti paesi con eccedenze di bilancio, variavano tra il 40 e il 50 %. Ciò indicherebbe che le differenze nelle risultanze globali di bilancio sono da spiegare in termini di capacità e volontà nell'attuare il prelievo fiscale piuttosto che in termini di differenti propensioni alla spesa. D'altra parte l'esistenza di vincoli alle entrate fiscali può implicare che in taluni casi le uscite sono semplicemente troppo elevate.

In ogni caso, il problema dei bilanci del settore pubblico non riguarda esclusivamente l'ampiezza dei disavanzi, ma anche il volume e la composizione della spesa pubblica. Tra il 1973 e il 1975, in quasi tutti i paesi si è avuto un forte aumento, soprattutto di natura congiunturale, nella spesa pubblica totale in rapporto al prodotto interno lordo, ma in molti casi una forte tendenza ascendente era già evidente nel periodo compreso fra gli anni di alta occupazione 1965 e 1973 (vedasi tabella). L'aumento in questo rapporto è stato relativamente basso in Germania, Francia, Stati Uniti, Svizzera e Giappone. In tutti questi paesi, ad eccezione della Francia, la posizione sull'estero di parte corrente è stata relativamente forte negli ultimi anni. Pertanto, mentre non sembra che il disavanzo del settore pubblico sia strettamente correlato all'andamento della bilancia dei pagamenti, su questa ha talora avuto una certa influenza la tendenza di lungo periodo della spesa pubblica.

All'aumento della spesa pubblica hanno contribuito più i maggiori trasferimenti che l'espansione nei consumi di beni e servizi e negli investimenti della pubblica amministrazione. Ove si consideri l'aumento della spesa totale in rapporto al prodotto interno lordo nel periodo sotto rassegna, l'aliquota imputabile all'incremento dei trasferimenti è stata di oltre il 90 % in Italia e nei Paesi Bassi, del 60-70 % negli Stati Uniti, Canada e Belgio e del 45-55 % in Germania, Francia e Regno Unito. In alcuni paesi, in particolare in Austria, Canada, Svezia e Regno Unito, i consumi di beni e servizi da parte della pubblica amministrazione in rapporto al prodotto interno lordo hanno mostrato una tendenza ascendente più in termini nominali che reali. Ciò starebbe ad indicare la possibilità che le retribuzioni del settore pubblico abbiano registrato incrementi relativamente ampi durante questo periodo.

Gli attuali indirizzi seguiti dai governi nella gestione della domanda variano considerevolmente da paese a paese, riflettendo le differenze esistenti a livello sia della finanza pubblica, sia degli obiettivi di politica economica.

Negli *Stati Uniti* la nuova Amministrazione ha avviato, agli inizi del 1977, un piano biennale di rilancio per \$31 miliardi destinato a stimolare la domanda finale e quindi gli investimenti fissi. I provvedimenti relativi al primo anno avrebbero dovuto consistere essenzialmente in rimborsi d'imposta *una tantum*, progetto abbandonato in aprile in base alla motivazione che la ripresa stava già procedendo con sufficiente vigore. Gli altri provvedimenti, che secondo il progetto convertito in legge a metà maggio prevedono stanziamenti per circa \$20 miliardi, si incentrano soprattutto sulla creazione di nuovi posti di lavoro attraverso decisioni straordinarie di spesa. In una prospettiva di più lungo termine, il Governo intende tuttavia dare priorità a un programma di riforma fiscale e normativa mirante a migliorare il clima degli investimenti.

In *Germania* le autorità sono dell'opinione che sono stati raggiunti i limiti di intervento per una politica di stimolo fiscale non inflazionistica e che comunque un ulteriore impulso non è necessario. Da un lato, considerando che il disavanzo del settore pubblico è molto elevato rispetto ai livelli internazionali e che il bilancio del settore previdenziale rimarrà probabilmente in passivo, ogni ulteriore deliberato incentivo produrrebbe ora reazioni di mercato tali da neutralizzarlo. D'altro lato, l'economia è di nuovo in espansione dall'inizio dell'autunno passato, ad un ritmo che si ritiene soddisfacente. In tali circostanze, si è puntato particolarmente su un programma a medio termine di investimenti infrastrutturali, recentemente portato a 16 miliardi di marchi, che dovrebbe agire da complemento e da incentivo agli investimenti fissi del settore privato.

In *Giappone* le autorità non hanno ancora riscontrato alcun indebolimento nella capacità della politica fiscale di influire sulla domanda aggregata. Dal 1974 sono stati introdotti a più riprese, sempre in dose moderata, provvedimenti fiscali concernenti in special modo gli investimenti in infrastrutture e le provvidenze sociali. Verso la fine del 1976 sono stati presi nuovi provvedimenti che comprendono incentivi agli investimenti fissi delle imprese e all'edilizia residenziale nonché un'accelerazione della spesa pubblica. Lo scorso anno questa aveva subito una riduzione causata da ritardi in sede parlamentare, ma per l'esercizio finanziario in corso è previsto un aumento del 17%. Vincoli di natura istituzionale sono la riluttanza del Governo a che il finanziamento mediante obbligazioni superi il 30% della spesa e l'obiettivo di eliminare, nel quadro di un programma a medio termine, la necessità del finanziamento delle uscite di parte corrente mediante "obbligazioni di disavanzo".

Nel *Regno Unito* il crescente riconoscimento delle insidie del *fine-tuning* attuato attraverso la politica di bilancio ha condotto alla ricerca di nuovi approcci. Poiché la spesa pubblica è aumentata molto più rapidamente delle entrate fiscali, il saldo del bilancio del settore pubblico è passato da un avanzo finanziario pari al 2,6% del prodotto interno lordo nel 1970 ad un disavanzo del 3,0% nel 1976. Probabilmente non più della metà di questo disavanzo è di natura congiunturale e il Governo ha cercato di ridurre le dimensioni complessive del disavanzo stesso soprattutto mediante un programma a medio termine di contenimento della spesa. Ma nel marzo 1977, di fronte ad un aumento della disoccupazione a livelli senza precedenti e ad un netto miglioramento delle prospettive di bilancia dei pagamenti, il Cancelliere dello Scacchiere ha introdotto concessioni fiscali, equivalenti nell'arco di un intero anno a circa l'1,7% del prodotto interno lordo. Tuttavia, circa i due quinti delle concessioni proposte sono state condizionate al soddisfacente esito di un nuovo accordo di politica salariale che dovrebbe entrare in vigore in agosto.

Anche in *Italia* la situazione del bilancio del settore pubblico si è gravemente deteriorata, passando da un disavanzo finanziario netto pari a circa il 3 % del prodotto interno lordo nel 1970 ad uno di circa il 13 % nel 1975. Il peggioramento è dovuto in parte a fattori ciclici e ad iniziative prese per attenuare l'impatto del forte disavanzo petrolifero, ai quali si sono aggiunti diversi fattori di natura non congiunturale, quali un miglioramento delle provvidenze sociali, un sensibile aumento delle retribuzioni del settore pubblico, l'indicizzazione di alcuni tipi di spesa, il mancato adattamento dei prezzi dei servizi pubblici ai costi e, infine, un forte aumento dei sussidi alle imprese pubbliche. Poiché il principale effetto prodotto da questi fattori è stato l'aumento del reddito disponibile delle Famiglie, dei consumi e delle importazioni, il più importante obiettivo a medio termine sarà quello di ridurre il disavanzo e creare spazio per gli investimenti produttivi. Nell'autunno del 1976 sono stati presi vari provvedimenti restrittivi, prevalentemente di natura fiscale; nella lettera d'intenti sottoscritta dal governo italiano nell'aprile 1977 per il prestito del FMI veniva poi dato particolare rilievo ad una maggiore austerità di bilancio. In particolare, l'obiettivo è quello di ridurre il disavanzo di cassa del settore pubblico dal 13,4 al 9,7 % del prodotto interno lordo.

Questo quadro diversificato di problemi e obiettivi di bilancio si adatta anche ad altri paesi. In Francia, dove l'opinione pubblica è molto sensibile a sintomi di squilibrio nel bilancio, il piano di stabilizzazione del Governo del settembre scorso mirava ad un rapido ripristino della situazione di equilibrio, benché per il 1977 si preveda ora un disavanzo di FF 13 miliardi. In Belgio e nei Paesi Bassi, l'accentuato andamento ascendente dei trasferimenti e degli interessi passivi, insieme ai concomitanti problemi di finanziamento, è considerato un fattore che contribuisce all'inflazione sia da domanda sia da costi, e i programmi a medio termine postulano un maggior freno alla spesa pubblica. In Svezia e in Canada, paesi in cui si è cercato di sostenere la domanda dopo la crisi del petrolio, l'azione fiscale ha seguito di recente indirizzi diversi. In Svezia l'effetto di stimolo del settore pubblico è notevolmente diminuito tra il 1974 e il 1976, mentre in Canada la politica fiscale nel 1975 e 1976 ha comportato ampi provvedimenti discrezionali di incentivazione.

Quali conclusioni generali di politica economica si possono trarre da queste diverse esperienze? E' giustificato il pessimismo nei confronti della gestione della domanda? O si dovrebbe piuttosto accettare il punto di vista di coloro che, in presenza di una debole domanda globale, sono favorevoli a interventi di stimolo fiscale? Per dare una risposta seppure approssimativa a questi difficili quesiti, è necessario fare alcune precisazioni.

Una gestione della domanda intesa come *fine-tuning* deve essere certamente scartata. E ciò non soltanto per i dubbi concernenti il suo impatto relativo sui prezzi e sulla produzione, ma anche perché non siamo semplicemente in grado di prevedere con precisione l'andamento a breve termine dell'attività economica. In queste condizioni di ignoranza — cui difficilmente si potrà ovviare in breve tempo — i mutamenti nella politica di stimolo fiscale tendono solo ad aumentare le incertezze. Per dare un esempio specifico, quando il governo tedesco formula *previsioni* di un aumento del 5 % nel prodotto nazionale lordo a prezzi costanti per il 1977 — dopo un'espansione del 5,4 % nel 1976 — mentre altre fonti di previsione ritengono che la crescita sarà solo del 3-4 %, sarebbe poco saggio chiedere alla Germania di intensificare la propria politica di disavanzo. Si deve riconoscere che troppo spesso le previsioni si sono rive-

late non attendibili e che, essendo ancora vivo nella memoria di tutti ciò che hanno rappresentato gli eccessi inflazionistici, un sostanziale cambiamento nella politica fiscale tedesca potrebbe essere un errore. Si correrebbe il rischio di indebolire gravemente la fiducia in un paese la cui politica economica va annoverata tra i rari successi conseguiti nel mondo industriale occidentale.

Ciò non significa, tuttavia, avallare il punto di vista estremo secondo il quale i disavanzi pubblici devono essere ridotti indipendentemente dal livello dell'occupazione, come è il caso in cui tali disavanzi sono scaturiti in conseguenza di un'insufficiente domanda del settore privato. Non si è manifestato un effetto di "spiazzamento" dall'inizio della recessione. Indubbiamente, quando l'inflazione è ancora rapida e la bilancia dei pagamenti deficitaria, la politica fiscale dovrebbe rimanere o divenire relativamente restrittiva. Ma dove i tassi di inflazione stanno calando e non esistono vincoli esterni, una riduzione discrezionale a breve termine del fabbisogno finanziario del settore pubblico non è giustificata. Tale riduzione dovrebbe spontaneamente derivare dalla ripresa dell'economia. E si potrebbe persino sostenere — con due importanti precisazioni — che vada intensificata la politica di disavanzo, specie nei cosiddetti paesi "forti", se e quando vi sia la relativa certezza che la domanda privata è stagnante. Finora ciò non è accaduto, ma i governi di questi paesi dovrebbero dichiarare apertamente che in circostanze simili non esiterebbero ad intraprendere una politica fiscale espansiva. Pur essendo vero che l'espansione della spesa pubblica nel 1973-74 — nel pieno di una indiscutibile inflazione da domanda — si è rivelata disastrosa per molti paesi, uno stimolo impartito dalla politica di bilancio nel contesto di una domanda privata stagnante e di elevata disoccupazione non ha necessariamente le stesse conseguenze.

La prima precisazione relativa a questa politica economica "di scorta" è che la sollecitazione discrezionale della domanda dovrebbe dare priorità agli investimenti rispetto ai consumi. Tale scelta può essere impopolare nel breve periodo, ma rappresenta l'unico modo per garantire il pieno impiego a lungo termine. La seconda è che — in presenza di un livello di imposizione che in molti paesi sembra aver raggiunto i limiti della tollerabilità economica e sociale, e di giustificate preoccupazioni circa l'entità della spesa pubblica — l'aumento del fabbisogno finanziario del settore pubblico dovrebbe derivare da sgravi fiscali piuttosto che da un'ulteriore espansione della spesa.

Per creare un clima di fiducia, la politica fiscale dovrebbe mirare soprattutto ad obiettivi di lungo periodo. Poiché è inevitabile che sorgano perturbazioni cicliche, le autorità dovrebbero evitare di lasciarsi indurre a reazioni immediate al minimo segno di indebolimento della ripresa e concentrare invece la loro attenzione sulla necessità di mantenere l'economia ad un ritmo moderato di sviluppo. Va tenuto presente che i programmi di investimento delle imprese sono basati su previsioni di medio-lungo periodo. E tali decisioni saranno positive solo se vi è ragione di credere che la politica di governo saprà evitare le insidie di reazioni alternativamente restrittive ed espansive e si atterrà agli obiettivi dichiarati di medio-lungo periodo.

III. INFLAZIONE E DISOCCUPAZIONE.

Negli ultimi mesi, parallelamente alla crescente inquietudine per il ristagnare dell'attività economica e il persistere della disoccupazione, sono emersi notevoli timori riguardo alle prospettive a breve termine dei prezzi. La lotta contro l'inflazione pare ora trovarsi di fronte a certe barriere difficilmente rimovibili, e non è escluso che, con l'affermarsi della ripresa economica, possa esservi una certa recrudescenza. E' ben probabile quindi che i paesi industriali dell'Occidente stiano avviandosi verso una fase critica per quel che riguarda l'andamento dei prezzi e dei salari. Questa spiacevole prospettiva non inficia comunque la constatazione del notevole progresso conseguito finora da alcuni paesi nel ricondurre l'inflazione sotto controllo; né da essa può trarsi la conclusione che gli sforzi per contrastare l'inflazione siano divenuti vani e debbano essere abbandonati. Se mai, occorrerà forse intensificarli.

Inflazione dei prezzi: recenti andamenti e attuali prospettive.

Nell'analizzare i recenti andamenti non è più così facile come in passato parlare delle tendenze inflazionistiche internazionali in termini generali. Ciò soprattutto perché al passaggio da un sistema di cambi fondamentalmente fissi ad un regime di fluttuazione controllata si è associato un forte aumento nella dispersione dei tassi di inflazione dei paesi. Infatti, mentre nel 1972 l'aumento dei prezzi al consumo nei quindici paesi considerati nella tabella che segue andava dal 3,4% negli Stati Uniti al 7,9% nei Paesi Bassi, nel 1976 gli aumenti appaiono dispersi in un campo di valori molto più ampio, compreso entro l'1,3% in Svizzera e il 22,0% in Italia.

Prezzi al consumo.

Paesi	Variazioni percentuali su dodici mesi						
	1972 dicembre	1973 dicembre	1974 dicembre	1975 dicembre	1976 giugno	1976 dicembre	1977 marzo
Austria	7,6	7,8	9,7	6,8	7,5	7,2	5,0
Belgio	6,4	7,3	15,7	11,0	9,4	7,6	7,0 ¹
Canada	5,1	9,1	12,5	9,5	7,8	5,8	7,6 ¹
Danimarca	7,1	12,6	15,5	9,6	7,7	7,7	8,6
Finlandia	7,3	14,1	16,9	18,1	13,8	12,3	11,6 ²
Francia	6,9	8,5	15,2	9,6	9,2	9,9	9,1
Germania	6,3	7,8	5,9	5,4	4,5	3,9	3,8 ¹
Giappone	5,3	19,0	22,0	7,7	9,5	10,4	9,4
Italia	7,4	12,5	24,5	11,1	16,3	22,0	21,8
Paesi Bassi	7,9	8,2	10,9	9,1	9,4	8,3	6,8 ¹
Regno Unito	7,7	10,6	19,2	24,9	13,3	15,1	17,5 ¹
Spagna	7,3	14,2	17,9	14,1	19,0	19,8	21,2 ²
Stati Uniti	3,4	8,8	12,2	7,0	5,9	4,7	6,8 ¹
Svezia	6,2	7,5	11,6	8,9	11,1	9,6	9,5
Svizzera	6,9	11,9	7,6	3,4	1,1	1,3	1,1 ¹

¹ Aprile. ² Febbraio. ³ Gennaio.

Da un'analisi per singoli paesi risulta comunque che nel 1976 un certo numero di essi ha ancora compiuto notevoli progressi nella lotta all'inflazione. Per il terzo anno consecutivo, Germania e Svizzera hanno ridotto l'aumento dei prezzi al consumo, riconducendo in tal modo i tassi di inflazione a livelli ben inferiori a quelli registrati in regime di cambi fissi. Analogamente, Stati Uniti, Canada, Belgio, Danimarca e Paesi Bassi hanno ridotto per il secondo anno consecutivo l'inflazione dei prezzi, portandola a livelli non molto lontani da quelli registrati nel 1972. In Francia, Giappone e Svezia la crescita dei prezzi al consumo, decelerata nel 1975, si è tuttavia stabilizzata nel 1976 su livelli pur sempre ben superiori a quelli del 1972. In Italia invece l'inflazione dei prezzi al consumo è accelerata per gran parte dell'anno, annullando in larga misura il progresso compiuto l'anno precedente. Nel Regno Unito, dopo una forte riduzione nei primi mesi del 1976, l'inflazione ha nuovamente acquistato velocità nel secondo semestre dell'anno. Agli inizi del 1977, l'aumento dei prezzi al consumo in Francia ha cominciato a rallentare per effetto del programma di stabilizzazione del settembre 1976, mentre negli Stati Uniti e in Canada tali prezzi hanno di nuovo subito un'impennata, anche a causa delle cattive condizioni atmosferiche.

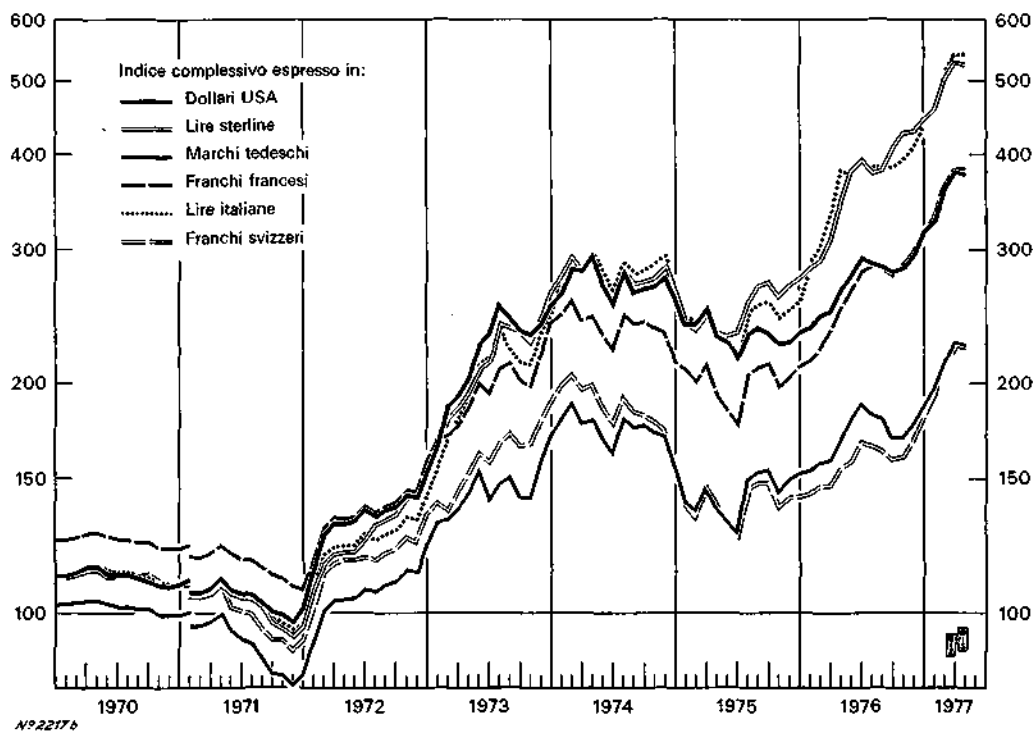
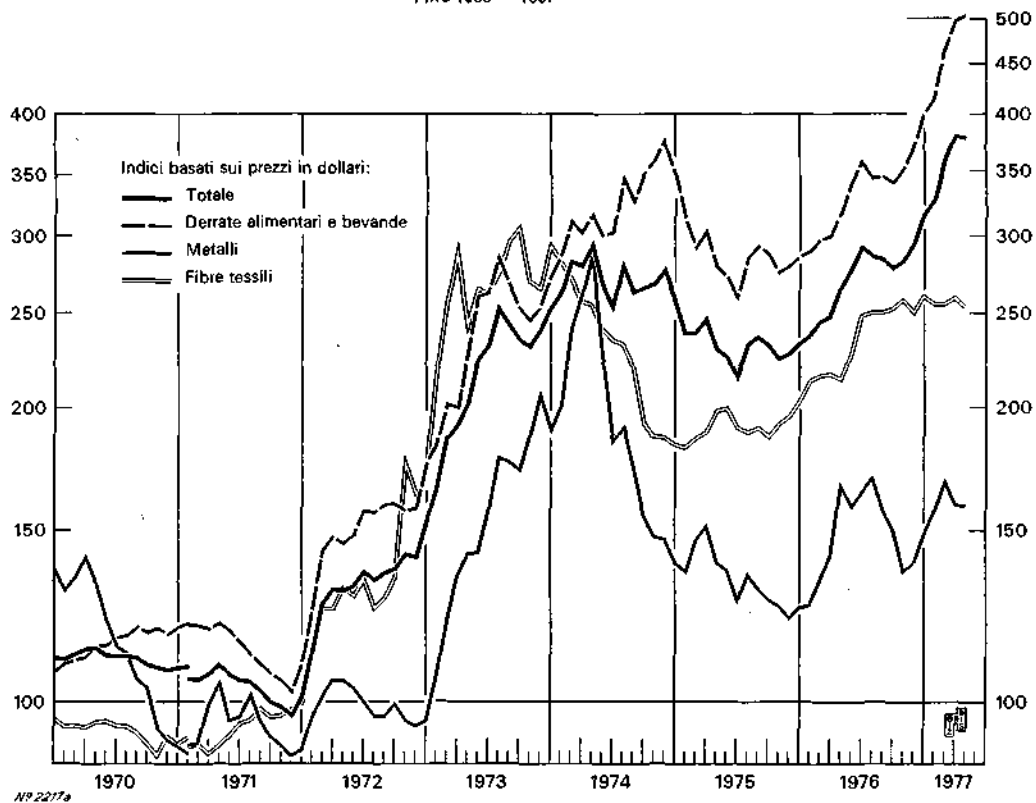
I fattori che hanno agito sul livello dei prezzi nei singoli paesi possono essere esaminati sotto tre diversi profili. Il primo riguarda le tendenze sui mercati internazionali delle materie prime, soprattutto di quelle ad uso industriale. Su tali mercati le condizioni della domanda mondiale continuano ad avere un ruolo determinante nella fissazione di prezzi che, per i singoli paesi, restano largamente di natura esogena. In secondo luogo occorre considerare le variazioni dei tassi di cambio sia come causa sia come riflesso di movimenti nei prezzi interni. In terzo luogo, infine, i tassi di inflazione possono essere influenzati da numerosi fattori interni di natura strutturale oppure attinenti all'andamento della domanda o dei costi.

Prezzi internazionali delle materie prime: corsi e ricorsi storici?

Uno dei motivi degli attuali timori circa l'inflazione è stata l'elevata sensibilità dimostrata in anni recenti dai prezzi internazionali delle materie prime nei confronti delle oscillazioni della domanda mondiale. Al punto più basso raggiunto nel 1975 dalla recessione, i prezzi delle materie prime erano calati nettamente rispetto alle punte dei primi mesi del 1974 e perfino all'inizio della primavera 1976 permanevano ancora alquanto al di sotto dei massimi segnati in precedenza. In particolare, gli effetti benefici della flessione nei prezzi dei materiali destinati all'industria sono filtrati sino a livello dei prezzi interni al consumo, contribuendo in tal modo al migliore andamento registrato in molti paesi lo scorso anno. Naturalmente l'impatto sui singoli paesi dei movimenti nei prezzi delle materie prime è dipeso dall'evoluzione dei rispettivi tassi di cambio, come si può vedere nella parte inferiore del grafico che segue.

Tuttavia, verso la metà del 1975, i prezzi delle materie prime hanno ripreso in media ad aumentare, soprattutto in risposta alla svolta intervenuta nel ciclo delle scorte. Gli aumenti si sono registrati dapprima nel settore delle bevande e delle fibre tessili, ma verso la fine del 1975 hanno iniziato a salire anche i prezzi dei metalli. A metà 1976 l'indice dell'*Economist* aveva recuperato larga parte del precedente calo. Intorno al mese di luglio, tuttavia, i mercati dei materiali destinati all'industria hanno

Prezzi delle materie prime sul mercato mondiale; indicatore dell' Economist.
Fine 1968 = 100.



dato segni di debolezza e l'andamento al ribasso è continuato irregolarmente fino a 1976 inoltrato. Non vi è dubbio che la principale causa di questa inversione di tendenza è da ricercare nella diffusa situazione di stasi nell'attività economica. Inoltre, la larga produzione di carni e gli abbondanti raccolti di cereali a livello mondiale hanno avuto un forte effetto moderatore sui prezzi dei prodotti alimentari.

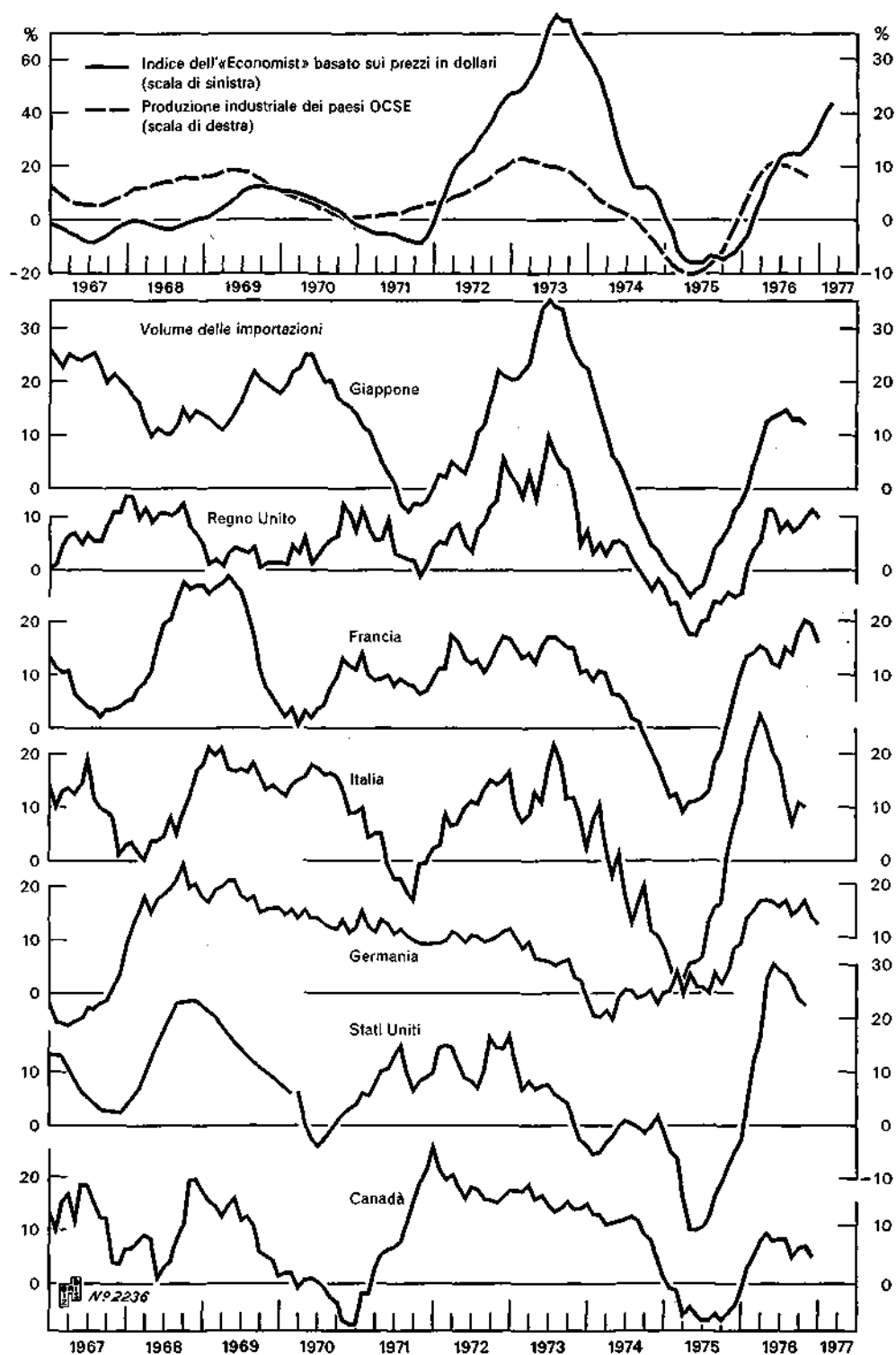
L'ultima fase è iniziata con il volgere dell'anno. Ancora una volta, con il ravvivarsi dell'attività economica in Germania, Giappone e Stati Uniti, i prezzi delle materie prime sono saliti, in alcuni casi anche in misura notevole. Nel comparto dei prodotti alimentari e delle bevande hanno agito, ancora una volta, fattori speciali. I prezzi del caffè hanno subito un'impennata in seguito alla contrazione dell'offerta dovuta alle avverse condizioni atmosferiche, trascinando nel movimento quelli del cacao e del tè, sebbene sia recentemente intervenuta una certa flessione. I prezzi dei metalli, dopo essere ritornati ai massimi del 1976, sono anch'essi leggermente calati. Infine, all'inizio del 1977 il prezzo del petrolio greggio, non compreso nell'indice dell'Economist, veniva di nuovo aumentato, in due differenti misure, del 5-10%.

Dal punto di vista dell'inflazione interna, la ripresa dell'aumento dei prezzi internazionali delle materie prime costituisce motivo di preoccupazione. Tali prezzi non possono tuttavia essere considerati solo sotto questo aspetto, poiché essi rappresentano anche un fattore di vitale importanza, in termini di proventi delle esportazioni, per i paesi produttori, molti dei quali sono oberati da ampi disavanzi con l'estero e da pesanti oneri connessi all'indebitamento. Ciò che va posto in rilievo è che sarebbero di fatto auspicabili una maggiore regolarità ciclica nell'andamento dei prezzi delle materie prime e più stabili ragioni di scambio per i paesi produttori delle stesse. Non è tanto un graduale aumento dei prezzi in questione ad essere indesiderabile, quanto piuttosto le oscillazioni dirompenti del tipo di quelle registrate a partire dal 1971.

Il principale motivo di preoccupazione è la possibilità che, con il progredire della ripresa, l'aumento dei prezzi delle materie prime possa sfuggire di mano, riproducendo il quadro dell'impennata inflazionistica del 1973-74. Per meglio valutare l'attuale situazione può essere utile un breve riesame delle cause del precedente *boom* delle materie prime. Come è noto, nel biennio 1972-73 i prezzi internazionali delle materie prime si sono triplicati; verso la fine del 1973 il prezzo del petrolio greggio si era addirittura quadruplicato. Anche durante le precedenti fasi di alta congiuntura, come la forte espansione del 1968-69, i prezzi delle materie prime erano aumentati, sebbene in misura molto diversa.

Una differenza di fondo fra i due periodi pare essere la maggior sincronia internazionale che ha caratterizzato il recupero congiunturale nel ciclo più recente rispetto a quello che l'ha preceduto. Come appare nel grafico, la ripresa della produzione industriale OCSE fu più veloce e pronunciata nel periodo 1972-73 rispetto agli anni 1968-69. Il maggior sincronismo è anche rispecchiato dal movimento quasi parallelo nel volume delle importazioni da parte dei principali paesi nel più recente periodo, rispetto ai movimenti ampiamente diversificati del precedente. Nel 1973 l'aumento massimo calcolato su dodici mesi nei prezzi delle materie prime coincise quasi esattamente con il massimo tasso d'incremento delle importazioni in Giappone, Regno Unito, Francia e Italia, mentre in Germania, Stati Uniti e Canada il tasso di crescita delle importazioni, seppure in fase decrescente, rimaneva elevato.

Prezzi internazionali delle materie prime e volume delle importazioni.
Variazioni su dodici mesi.*



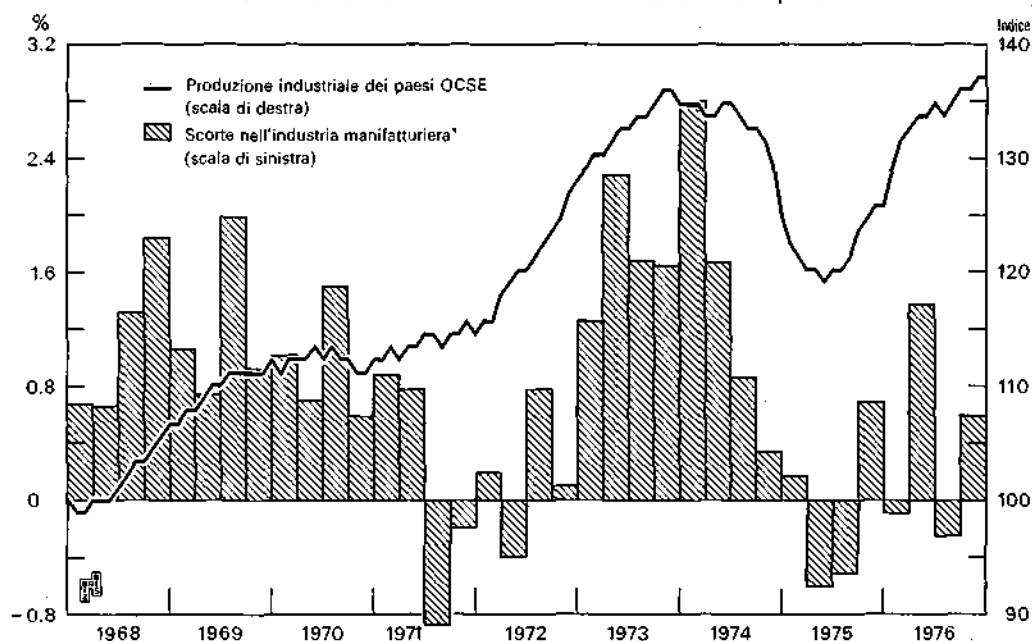
* Calcolate in base a medie mobili di cinque mesi di dati mensili non destagionalizzati.

Oltre al fattore sincronismo, anche altre forze erano in atto. Fra queste, l'aumento inaspettatamente rapido dei consumi nel 1972-73 che, facendo seguito a parecchi anni di bassi investimenti, ha provocato strozzature produttive, soprattutto in alcune industrie di base, e può aver determinato un'alta propensione marginale ad importare; un altro fattore è stato rappresentato dai cattivi raccolti di cereali nel 1972 e 1974, che avevano ridotto l'offerta in relazione alla crescente domanda; un altro ancora è stato il diffondersi di acquisti speculativi di materie prime, spesso in funzione cautelativa di fronte alle incertezze dei tassi di cambio, oltre che all'aumento dei loro prezzi.

Queste osservazioni inducono a porsi un quesito di fondo: è probabile che un tale grado di sincronismo della domanda abbia a ripetersi anche questa volta?

Sembra improbabile, almeno a priori, che si vada incontro ad un'espansione rapida e fortemente sincronizzata. I molti paesi che ora si trovano di fronte a ingenti disavanzi con l'estero e al problema del suo finanziamento non hanno altra scelta che limitare la domanda interna ed attendere una ripresa indotta dalle esportazioni. Un certo numero di questi desidererà in ogni caso agire in questo senso, non nutrendo più alcuna illusione che i tassi di cambio flessibili implicino una maggiore libertà nell'attuare politiche tendenti alla soluzione di problemi interni. Infine, i paesi per i quali il vincolo esterno è meno grave, in particolare Stati Uniti, Germania e Giappone, stanno seguendo politiche espansive molto più caute rispetto alla precedente fase ascendente del ciclo. E' pur vero che fino alla metà del 1976 sembrava essere in corso proprio una siffatta ripresa sincronizzata. Tuttavia il principale elemento di questa ripresa, comune alla maggior parte dei paesi, era costituito da una ricostituzione su vasta scala delle scorte di beni finali, dopo la precedente flessione.

Produzione industriale e andamento delle scorte in alcuni paesi.



N° 2234

* Variazioni percentuali rispetto al trimestre precedente di un indice composito a prezzi costanti delle scorte nelle industrie manifatturiere degli Stati Uniti e delle scorte in materie prime nelle industrie manifatturiere del Giappone e del Regno Unito.

Vi è anche da chiedersi se riemergerà la situazione di forti acquisti speculativi di materie prime che ha caratterizzato il periodo del *boom* dei prezzi del 1972-74. In tale periodo avevano assunto notevole importanza i movimenti cautelativi e speculativi originati dalle ampie oscillazioni dei cambi e accentuati, in alcuni casi, dalle crescenti difficoltà nell'approvvigionamento di materie prime. Un aspetto tangibile di tale processo si poteva vedere nell'accumulazione e nell'accaparramento di ingenti scorte da parte delle industrie manifatturiere.

Nei principali paesi per i quali è disponibile una valutazione a prezzi costanti delle scorte — Giappone, Regno Unito e Stati Uniti — nel 1973 e nella prima metà del 1974 queste erano aumentate in modo sensazionale. In ciascuno di questi paesi gli acquisti di scorte si erano mantenuti stagnanti nei precedenti diciotto mesi. Il capovolgersi di questo atteggiamento cauto ha avuto l'effetto di acuire dapprima e di prolungare poi le pressioni sui prezzi delle materie prime già indotte dalla forte domanda mondiale di prodotti finiti.

Eccezionali scorte di materie prime sono state di nuovo costituite nel secondo trimestre 1976, con un conseguente brusco aumento dei prezzi. Si è trattato però di un episodio di breve durata e, sembra, meno diffuso geograficamente rispetto al precedente *boom*. Appare inoltre improbabile un nuovo accaparramento speculativo di materie prime durante la futura fase di ripresa economica mondiale; i rapporti scorte-vendite sono ora molto più elevati che alla fine del 1972 e ciò vale in particolare nel caso del Giappone.

Tassi di cambio e inflazione interna.

E' ancora prematuro formulare un giudizio circa l'effetto inflazionistico netto sull'economia mondiale attribuibile nel complesso ai tassi di cambio fluttuanti. Un possibile effetto inflazionistico deriva dal fatto che gli operatori commerciali, posti di fronte a maggiori incertezze, aggiungono un premio di rischio ai loro prezzi; tale effetto dovrebbe tuttavia essere di modesta portata e non ricorrente. Si sostiene inoltre che i singoli paesi, ritenendo di poter agire con una minore quantità di riserve valutarie, seguono per un certo tempo un indirizzo più inflazionistico, tesi questa che verrà discussa e confutata nel Capitolo VII. Una terza possibilità, considerato che i prezzi e i salari interni tendono ad essere flessibili solo verso l'alto, consiste in una sorta di effetto di irreversibilità a livello internazionale. Tuttavia questo fenomeno sarebbe più probabile in un mondo in cui i singoli tassi di cambio tendessero a muoversi con oscillazioni abbastanza forti; esso implicherebbe inoltre che ad un più veloce ritmo di inflazione in alcuni paesi non possa corrispondere una decelerazione in altri. Sebbene questo terzo argomento abbia una certa plausibilità, non si può ancora affermare che il sistema dei cambi fluttuanti sia nel complesso più inflazionistico di un sistema di cambi fissi.

Nondimeno, è innegabile che, con il passaggio alla fluttuazione generalizzata all'inizio del 1973, sia i tassi di cambio, sia i tassi di inflazione si sono aperti a vantaggio. Nel complesso, questo andamento riflette il semplice fatto che, liberati dall'onere di intervenire sui mercati dei cambi, i singoli paesi sono divenuti direttamente responsabili della loro condotta monetaria. La disparità di modi con cui è stata affrontata questa responsabilità deve attribuirsi in parte a diversità nazionali di natura economica, sociale e politica e in parte a differenze in certi meccanismi di trasmissione

(ad esempio, i sistemi di indicizzazione) in atto in alcuni paesi. In tali circostanze, quindi, il passaggio ad un regime di cambi fluttuanti ha inevitabilmente condotto ad una maggiore dispersione dei tassi di inflazione.

Non vi è dubbio che i tassi di cambio flessibili costringano i paesi a "tenersi la propria inflazione". Ma i movimenti dei tassi sono andati oltre tale segno? E hanno avuto davvero la tendenza ad accentuare le differenze di fondo nelle propensioni all'inflazione? Pare chiaramente di sì. Ad un estremo, i paesi con una forte inclinazione antinflazionistica, noti per la loro rigorosa gestione della moneta, hanno riscontrato che l'apprezzamento delle loro monete ha rinforzato l'impatto diretto delle loro politiche all'interno. Come corollario di queste politiche, abitualmente incentrate sul controllo degli aggregati monetari, l'apprezzamento della moneta ha, in genere, "anticipato" variazioni relative nelle parità in termini di potere d'acquisto, contribuendo, mediante più bassi prezzi in moneta nazionale delle merci a mercato mondiale, ad accelerare il calo dell'inflazione dei prezzi interni. All'altro estremo, i paesi in cui l'azione di politica monetaria è stata ostacolata da vincoli sociali e politici sono stati oggetto di una specie di spirale deprezzamento-inflazione, in cui ogni flessione nel tasso di cambio ha manifestato la tendenza a retroagire sotto forma di nuovo impulso inflazionistico all'interno.

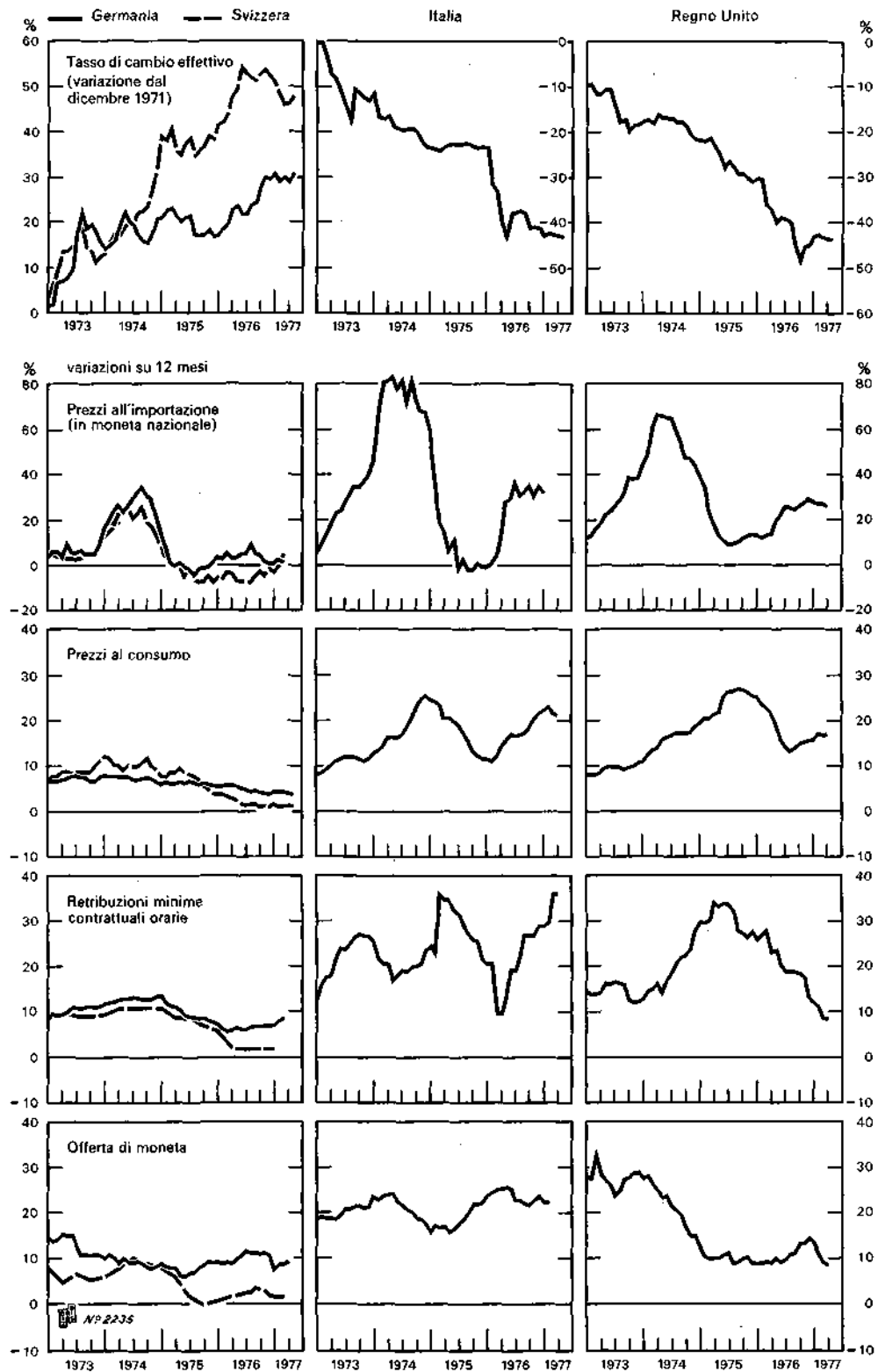
Quindi nella loro prima fase, i tassi fluttuanti hanno facilitato l'affermarsi di circoli "virtuosi" di apprezzamento-stabilità dei prezzi e di circoli "viziosi" di deprezzamento-inflazione dei prezzi. Con ciò non si intende dire che un paese colto in un tale circolo vizioso non possa o non debba spezzarlo. Ma è dare consigli a buon mercato il ribadire, negando l'esistenza di tali tendenze diversive, che i paesi più deboli non debbano far altro che adottare politiche più severe per mettere le cose a posto. I loro problemi di aggiustamento, già di per sé difficili, vengono complicati, in presenza di cambi fluttuanti, dagli effetti connessi alle aspettative e dal fenomeno per il quale le flessioni dei cambi sono successivamente convalidate dal processo inflazionistico che esse hanno avviato internamente.

E' ben probabile che l'andamento finora registrato rispecchi una fase di transizione nell'ambito di un lungo processo di adattamento e aggiustamento internazionale. I paesi che emergono da una fase di recessione con elevati tassi di inflazione sono tipicamente quelli in cui i sistemi di tipo istituzionale per il mantenimento dei livelli di reddito reale, quali l'indicizzazione ufficiale o di fatto delle retribuzioni e delle prestazioni sociali, mal si adattano alle esigenze dell'aggiustamento in un regime di cambi fluttuanti. La modifica di tali sistemi comporterebbe tuttavia lente e faticose trattative politiche e richiede normalmente un elevato grado di consenso sociale. In alcuni casi, inoltre, il successo dei provvedimenti di stabilizzazione può dipendere in maniera decisiva dal sostegno della comunità economica internazionale.

Queste osservazioni sembrano convalidate dalle esperienze contrastanti derivate dal regime di cambi fluttuanti nei quattro paesi considerati nel grafico che segue. Germania e Svizzera costituiscono esempi di circoli virtuosi, mentre Italia e Regno Unito rappresentano episodi appartenenti al fenomeno del circolo vizioso.

Il primo elemento di rilievo che emerge dalla lettura di questi grafici è che sia il Regno Unito sia l'Italia sono *entrati* nel circolo vizioso a causa di fattori interni. Nel caso del Regno Unito la responsabilità sta principalmente nella politica monetaria: non occorre essere un monetarista ortodosso per considerare l'espansione

Tassi di cambio, prezzi, salari e offerta di moneta.



del 30% dell'offerta di moneta (M_2) nel 1973 come il principale fattore del forte deprezzamento della sterlina in quell'anno. Per un certo tempo la situazione è stata peraltro seriamente aggravata dal sistema "a scatti" di indicizzazione dei salari introdotto nella primavera del 1974 e abbandonato nel corso del 1975. In Italia l'offerta di moneta (M_2) si stava già espandendo ad un ritmo eccessivo nel 1973 (e ancor più nel 1974), ma l'esplosione dei salari avvenuta nel medesimo anno ha altresì svolto un ruolo importante nell'indebolimento della lira sui mercati dei cambi. Sia in Germania sia in Svizzera, per contro, l'espansione dell'offerta di moneta in senso lato e gli incrementi salariali sono stati relativamente modesti durante questo anno cruciale; questo fatto, sommato alle politiche restrittive seguite precedentemente, contribuisce a spiegare il forte apprezzamento iniziale delle due monete.

Così, quando nel 1973-74 sono intervenuti gli incrementi di prezzo su scala mondiale, le due coppie di paesi sono venute a trovarsi in situazioni diametralmente opposte; le conseguenze sono evidenti nel comportamento dei prezzi delle importazioni (misurati dagli indici dei valori medi) espressi nelle rispettive monete. Certo, anche Germania e Svizzera hanno dovuto "assorbire" incrementi di prezzo delle importazioni che hanno raggiunto il 25-35%, ma durante lo stesso periodo in Italia e nel Regno Unito il tasso di aumento è stato addirittura dell'80 e del 60% rispettivamente. Non sorprende quindi che in questi due paesi l'inflazione dei prezzi al consumo e dei salari abbia raggiunto nel 1974-75 un tasso molto più elevato che in Germania e Svizzera.

L'esperienza degli anni più recenti dimostra in maniera lampante quanto sia difficile *uscire* dal circolo vizioso, a meno che i governi non possano e non vogliano impiegare tutti gli strumenti di politica economica a loro disposizione, compreso l'intervento sui mercati dei cambi. L'enfasi è posta sul termine *tutti*, in quanto tale intervento da solo non costituisce indubbiamente un'alternativa ad una adeguata politica interna.

Nel 1974 l'Italia ha applicato con successo una politica monetaria restrittiva: agli inizi del 1975 il tasso di crescita dell'offerta di moneta era già sceso al 16%. Contemporaneamente rallentava il deprezzamento della lira, grazie in parte ad interventi sul mercato dei cambi. Con il contributo addizionale derivante dai prezzi decrescenti delle materie prime, nel 1975 si registrava una marcata decelerazione nell'aumento dei prezzi al consumo.

Le retribuzioni non erano state però poste sotto controllo; nel primo semestre del 1975 l'incremento su dodici mesi è salito ad oltre il 30%, soprattutto in seguito a nuove concessioni relativamente al sistema di indicizzazione generale delle retribuzioni vigente in Italia. Nello stesso tempo, la politica monetaria è ridivenuta espansiva e verso la fine dell'anno gli aggregati monetari stavano nuovamente dilatandosi con la stessa velocità dell'inverno 1973-74. In una tale situazione l'ancoramento del tasso di cambio della lira si rivelava un'impresa senza speranza e la decisione di sganciare la lira nel gennaio del 1976 era inevitabilmente seguita da un forte deprezzamento della moneta italiana. Ne è risultato un rapido aumento dei prezzi delle importazioni, seguito da un nuovo accesso di inflazione, prima nei prezzi al consumo e poi nelle retribuzioni.

La lezione da trarsi dall'esperienza italiana è ovvia. La tregua fornita dalla relativa stabilizzazione della lira lo scorso anno dovrebbe essere utilizzata per ridurre l'inflazione dei salari e il rapido aumento degli aggregati monetari, onde consentire

all'Italia di spezzare il circolo vizioso. La recente lettera di intenti del governo italiano al FMI dimostra che a questo compito urgente viene dato un elevato grado di priorità nelle attuali deliberazioni di politica economica. Sebbene siano già state varate numerose iniziative, resta da vedere fino a che punto le autorità riusciranno a portare avanti, e a far accettare, un programma di stabilizzazione di ampia portata del tipo richiesto dalle presenti circostanze.

Il caso del Regno Unito è simile sotto un punto di vista: la recente accelerazione nell'inflazione dei prezzi al consumo è stata strettamente connessa con il deprezzamento della sterlina nel 1976 e il simultaneo aumento dei prezzi delle importazioni. A questo punto finisce l'analogia perché, ormai da un certo tempo, l'andamento interno ha cessato di alimentare attivamente l'inflazione. La debole domanda e l'adozione di una politica dei redditi ha permesso al Regno Unito di conseguire una vistosa riduzione del tasso di inflazione fra l'autunno del 1975 e l'estate del 1976. La flessione registrata nel 1976 nel valore esterno della sterlina è attribuibile soprattutto alla liquidazione di saldi in sterline da parte di detentori esteri, piuttosto che ad un'eccessiva offerta di sterline detenute da residenti. Dall'inizio del 1975 il tasso di espansione dell'offerta di moneta è stato in media di circa il 10-12 %, cioè solo di poco superiore alle corrispondenti cifre relative alla Germania. Ciò ha comportato una forte flessione nel valore reale delle disponibilità in moneta. Per di più nei primi mesi del 1977 l'incremento su dodici mesi delle retribuzioni era sceso a circa il 10 %. Questo fatto — insieme al migliorato andamento della sterlina dalla fine del 1976 — induce a ritenere che la Gran Bretagna abbia ora buone possibilità di spezzare il circolo vizioso, purché naturalmente la politica di contenimento volontario dei salari possa essere prorogata su una base soddisfacente, una volta giunta al termine, il prossimo agosto, la fase attuale.

Prezzi, salari e profitti: aspetti interni.

Di norma, le politiche monetarie e fiscali, attraverso il loro effetto sulla domanda aggregata, esercitano dopo un certo tempo una forte influenza sul comportamento dei prezzi e dei salari. Poiché tali politiche sono trattate in altre parti della Relazione e poiché la situazione economica dello scorso anno è stata ovunque caratterizzata da una debole domanda e da un'elevata disoccupazione, questa sezione analizzerà altri aspetti interni del processo inflazionistico.

In un contesto di movimenti difformi nei prezzi internazionali delle materie prime e di fluttuazioni ancora più discordanti nei tassi di cambio, nel corso del 1976 le componenti principali del costo della vita nei paesi maggiori sono cambiate in modo alquanto disparato. A grandi linee, i prezzi interni dei manufatti, e in certi casi anche quelli dei generi alimentari, sono saliti più lentamente nel periodo 1975-1976, seguendo con un certo ritardo il calo nei prezzi delle principali materie prime. Tuttavia, in presenza del rincaro di queste ultime registrato ormai da un certo tempo è da attendersi che gli aumenti continuino a filtrare fino a livello dei consumatori.

L'andamento delle principali componenti dei prezzi al consumo contribuisce ad individuare alcune fra le più importanti cause interne di inflazione. Ad esempio, l'indice dei prezzi dei generi alimentari è salito in misura notevolmente inferiore all'indice complessivo negli Stati Uniti e in Canada; Francia, Italia e Regno Unito hanno presentato un andamento contrario, soprattutto di riflesso all'aumento del 7,5 % dei prezzi agricoli di sostegno nella Comunità europea. Inoltre, mentre gran parte

Prezzi al consumo: evoluzione delle principali componenti.

Paesi	Dodici mesi fino a marzo	Variazione complessiva	Derrate alimentari	Prodotti non-alimentari	Servizi ¹
		percentuali			
Stati Uniti	1974	10,3	18,2	8,0	7,7
	1975	10,3	7,7	11,4	11,0
	1976	6,2	4,3	5,0	9,0
	1977	6,4	5,8	6,2	7,2
Canada	1974	10,4	18,7	7,3	7,3
	1975	11,3	12,6	12,2	12,8
	1976	9,0	6,7	7,8	14,3
	1977	7,4	4,7	6,9	10,1
Giappone	1974	22,9	27,0	25,0	14,9
	1975	14,9	15,6	11,1	18,7
	1976	8,3	8,5	4,3	14,5
	1977	9,4	8,7	7,0	15,1
Germania	1974	7,2	6,0	9,8	7,2
	1975	5,9	5,2	6,7	7,3
	1976	5,4	7,4	4,4	5,0
	1977	3,9	2,6	3,0	4,7
Francia	1974	12,2	12,5	13,9	10,4
	1975	13,5	11,7	14,8	13,4
	1976	9,6	11,0	7,4	12,1
	1977	9,1	11,6	6,6	10,4
Regno Unito	1974	13,3	17,9	10,9	9,3
	1975	21,4	25,6	23,1	20,1
	1976	19,8	15,4	19,4	30,5
	1977	18,7	21,8	15,7	11,7
Italia	1974	16,0	14,4	24,5	9,4
	1975	20,3	22,1	19,5	18,3
	1976	13,9	14,4	11,8	15,5
	1977	21,8	19,9 ²	25,8 ²	15,0 ²

¹ Escluse le locazioni, ad eccezione di Francia e Italia. ² Febbraio.

dell'Europa occidentale ha patito nella scorsa estate una grave siccità, in Nord America i raccolti sono stati in genere alquanto abbondanti. Più recentemente, tuttavia, i prezzi delle derrate alimentari negli Stati Uniti hanno subito una spinta al rialzo in seguito a gravi avversità climatiche. Nella Comunità europea, d'altra parte, l'aumento dei prezzi agricoli di sostegno verrà contenuto nel 1977 entro il 3,5 %.

Per quanto riguarda il settore dei servizi, negli ultimi uno-due anni l'aumento dei prezzi nella maggior parte dei paesi è stato più lento. Tuttavia, con le notevoli eccezioni di Italia e Regno Unito, il rincaro dei servizi nello scorso anno ha continuato ad essere forte rispetto agli aumenti medi delle altre componenti del costo della vita. Senza dubbio ciò riflette il basso incremento di produttività in questo settore.

Il principale fattore interno che ha influenzato il ritmo dell'inflazione è ovviamente l'interazione fra salari e prezzi. Lo scorso anno, come ci mostra la tabella che segue, la gamma degli incrementi nelle retribuzioni nominali (oppure nei salari minimi contrattuali) è stata estremamente ampia, variando dal 2 % in Svizzera a quasi il 33 % in Spagna. Nella maggioranza dei paesi vi è stato tuttavia un rallentamento nella crescita delle retribuzioni nominali, e questo in genere per il secondo anno consecutivo. Le principali eccezioni sono rappresentate da Italia e Spagna; anche altrove – in Germania e negli Stati Uniti – i recenti rinnovi contrattuali hanno però manifestato un certo rafforzamento nell'andamento dei salari. Lo stesso può dirsi di Canada e Francia, nonostante i programmi di stabilizzazione tesi ad abbassarne il tasso di crescita.

I progressi nella riduzione degli eccessivi tassi di crescita dei salari sono stati particolarmente marcati in Belgio, Danimarca, Finlandia, Paesi Bassi e Regno Unito. Fatta eccezione per Finlandia e Regno Unito, tale processo pare essere risultato da un circolo virtuoso fatto di apprezzamento della moneta, decrescente inflazione dei prezzi e rivendicazioni salariali più contenute. In tutti questi paesi il miglioramento va inoltre largamente ascrivito alle politiche dei redditi e di controllo sui prezzi, benché esse si siano largamente differenziate quanto a portata e natura. Sebbene in Svezia l'aumento delle retribuzioni nominali sia stato molto inferiore a quello degli scorsi anni, esso va visto nel contesto di un rinnovo contrattuale biennale di eccezionale portata negoziato nella primavera del 1975.

Retribuzioni nominali e reali nell'industria.

Paesi	Retribuzioni nominali ¹				Retribuzioni reali ¹			
	1969-73 media	1974	1975	1976	1969-73 media	1974	1975	1976
	percentuali							
Austria . . .	7,9	15,3	10,4	7,2	2,2	5,1	3,5	—
Belgio . . .	12,9	24,4	16,2	9,5	7,2	7,5	4,7	1,8
Canada . . .	8,4	16,6	13,8	12,9	3,8	3,6	3,9	6,7
Danimarca . .	15,1	21,6	14,8	11,9	7,2	5,3	4,7	3,9
Finlandia . .	13,9	24,6	17,2	14,3	6,4	6,6	— 0,8	1,8
Francia . . .	11,7	20,3	14,8	15,1	4,8	4,4	4,7	4,7
Germania . .	12,7	13,3	7,0	6,6	7,4	7,0	1,5	2,6
Giappone . .	19,6	25,6	14,5	11,2	7,7	3,0	6,3	0,7
Italia	15,9	24,0	20,3	28,9	8,4	— 0,4	8,2	5,7
Paesi Bassi ²	12,5	16,6	13,9	8,0	4,9	5,1	4,4	— 0,3
Regno Unito .	12,1	27,6	20,7	12,3	4,1	7,0	— 3,4	— 2,4
Spagna . . .	16,4	30,7	27,4	32,7	7,5	10,9	11,7	10,6
Stati Uniti . .	6,6	8,7	6,8	7,0	1,0	— 3,1	— 0,2	2,2
Svezia	10,3	13,7	18,7	11,0	3,6	1,9	9,0	1,3
Svizzera . . .	7,8	10,7	5,7	1,7	1,2	2,9	2,2	0,4

¹ Variazioni da dicembre a dicembre nelle retribuzioni mensili, settimanali e orarie, esclusi i dati in corsivo che rappresentano salari minimi contrattuali. ² Ottobre.

Nel valutare gli obiettivi e l'impatto delle politiche dei prezzi e dei salari è importante considerare l'andamento delle retribuzioni *reali*. L'andamento comparato delle retribuzioni reali non può essere giudicato in base a un singolo criterio di valutazione, perché i tassi tendenziali di incremento della produttività del lavoro per l'intera economia variano fortemente da paese a paese; ne consegue che varia in misura corrispondente il margine a disposizione per l'aumento delle retribuzioni reali dei lavoratori. La tabella a pag. 47 illustra la dispersione nelle tendenze della produttività, ma c'è da tener presente che in alcuni paesi i depressi livelli di produzione dello scorso anno possono aver notevolmente distorto il reale tasso di crescita della produttività. Comunque, negli ultimi tempi i paesi industriali avevano due serie ragioni per ritardare o addirittura ribaltare temporaneamente il normale progresso dei salari reali: il netto deterioramento delle loro ragioni di scambio e, in alcuni casi, una prolungata compressione della redditività degli investimenti.

Il deterioramento nelle ragioni di scambio derivante dai più elevati prezzi del petrolio ha imposto una graduale riduzione nella crescita del reddito reale dei paesi industriali, sufficiente ad alimentare un crescente flusso di esportazioni verso i paesi

produttori di petrolio. Il necessario aggiustamento della posizione verso l'estero era reso più pesante per alcuni paesi dalla preesistente esigenza di correggere una situazione in cui le proprie monete erano sopravvalutate, mentre in paesi quali la Germania e la Svizzera l'onere complessivo dell'aggiustamento è stato alleviato dal fatto che le rispettive monete erano in precedenza sottovalutate. In tutti i casi, era inevitabile che una gran parte della riduzione del reddito reale incidesse sull'ampia quota di reddito nazionale destinata al lavoro dipendente.

D'altra parte, le origini della bassa redditività nei paesi industriali possono essere ricondotte ai fortissimi aumenti salariali della fine degli anni Sessanta e del principio degli anni Settanta. In molti paesi rivalutazioni dei tassi di cambio e controlli dei prezzi all'interno hanno impedito alle imprese di trasferire per intero sui prezzi i maggiori costi. La conseguente distorsione nella remunerazione dei fattori era evidenziata in modo molto chiaro dalla compressione dei profitti anche quando l'espansione del 1972-73 era al suo punto più alto. Pertanto, sulla sola base di considerazioni interne, molti paesi ritennero necessario correggere la distribuzione del reddito fra lavoro dipendente e capitale a favore di quest'ultimo.

Negli ultimi uno-due anni la crescita delle retribuzioni reali è rallentata fortemente in molti paesi industriali. Ciò induce a ritenere che vi siano stati aggiustamenti nelle singole economie in funzione delle più sfavorevoli ragioni di scambio, ed una ripresa nella redditività, per quanto fattori ciclici celino in certa misura il miglioramento di fondo dei profitti. Tuttavia, il contenimento dell'ascesa delle retribuzioni reali, mentre ha facilitato la soluzione di alcuni problemi strutturali, rischia di complicare il problema congiunturale della gestione della domanda aggregata. In particolare, è importante che alla ripresa della redditività faccia seguito senza eccessivo ritardo quella degli investimenti. In caso contrario, la più lenta crescita del reddito del lavoro dipendente non avrà altro effetto che di ridurre i consumi, contribuendo a un ristagno economico globale.

Nel corso del 1976, i salari reali sono aumentati moderatamente negli Stati Uniti e in Germania, mentre sono rimasti praticamente invariati in Giappone e Svizzera. Tutti questi paesi hanno fatto affidamento soprattutto su politiche di gestione della domanda per contenere la spirale salari-prezzi.

La stessa evoluzione pare essersi prodotta in linea di massima nel Benelux e nei paesi scandinavi. Benché nessuno di questi paesi abbia ufficialmente adottato una politica dei redditi, ciascuno di essi ha fatto ricorso a provvedimenti che contengono elementi propri di tale politica. Tutti si sono affidati in una certa misura a controlli amministrativi sui prezzi, quanto meno nella forma di notificazioni anticipate delle variazioni di prezzo e di limiti alla traslazione degli incrementi dei costi. Laddove i meccanismi di indicizzazione dei salari hanno svolto un ruolo importante, sono stati compiuti sforzi per apportare modifiche agli stessi. Così, in Belgio è stata temporaneamente sospesa l'indicizzazione per le categorie superiori di reddito e in Olanda si è cercato di ritoccare il grado di indicizzazione. In Danimarca il rinnovo contrattuale concluso nella primavera del 1977 prevede miglioramenti retributivi che, se si prescinde dallo slittamento salariale, ammontano soltanto in termini nominali al 6%.

Il Regno Unito esemplifica il caso di un paese che, fino al 1975, aveva "finanziato" un aumento dei salari reali in eccesso rispetto agli incrementi di produttività mediante un crescente disavanzo con l'estero e — in presenza di un sistema di

prezzi controllati — una brusca compressione dei profitti. Tuttavia, la sensibile contrazione nei salari reali avvenuta a partire dal 1975 ha in parte corretto tale situazione. Gran parte di tale miglioramento è derivato dalle prime due fasi della politica dei redditi che ha posto una limitazione generale agli aumenti salariali, ma vi hanno anche contribuito un deprezzamento superiore al previsto della sterlina e l'inflazione. L'effetto cumulativo di tali ridimensionamenti dei salari reali può ora facilitare una ripresa dell'occupazione assai più rapida di quanto sarebbe stato altrimenti possibile. Il governo britannico sta ora cercando di protrarre la politica di contenimento dei salari per un anno ancora, seppure su una base di maggiore flessibilità, e nel bilancio del marzo 1977 ha condizionato a tale proroga la concessione di nuovi sgravi fiscali.

La recente dinamica dei salari reali in Italia contribuisce a chiarire la questione della spirale salari-prezzi. Nel quadro della negoziazione per il prestito del FMI, particolare attenzione è stata dedicata al sistema globale di indicizzazione dei salari (il meccanismo della "scala mobile") ed il governo italiano ha tentato, con limitati successi, di renderne più selettiva l'applicazione. Come altrove, un tale sistema può seriamente aggravare il problema dell'inflazione quando un incremento iniziale di prezzo deriva da cambiamenti nelle condizioni dell'offerta, nella tassazione indiretta e nelle tariffe dei servizi pubblici oppure da uno sfavorevole mutamento nelle ragioni di scambio. In Italia, tuttavia, negli ultimi anni un ostacolo cruciale al contenimento dei costi del lavoro è stato rappresentato dalla portata dei rinnovi contrattuali che si sono sovrapposti agli scatti della scala mobile.

Per quanto concerne l'indicizzazione dei salari, la questione di base è quindi se essa può essere adattata in modo flessibile alle mutevoli circostanze che si producono a livello nazionale. In circostanze normali, ossia in assenza di perturbazioni sui prezzi di natura esogena, l'indicizzazione dei salari ha mostrato di possedere in alcuni paesi europei un effetto moderatore sul mercato del lavoro. Similmente negli Stati Uniti, i meccanismi di adeguamento al costo della vita sostituiti in misura crescente agli aumenti nominali differiti nei contratti salariali poliennali, hanno contribuito a contenere gli aumenti delle retribuzioni negli ultimi due anni. Fortunatamente però il più diffuso impiego di tali meccanismi è avvenuto dopo le svalutazioni del dollaro ed il susseguente brusco rincaro del petrolio e delle altre materie prime sul mercato mondiale.

Disoccupazione di natura ciclica e strutturale.

Per la maggior parte dei paesi la presenza di forze di lavoro disoccupate continua ad essere un serissimo problema, destinato, secondo le previsioni, a rimanere tale per un certo periodo di tempo. La misurazione della disoccupazione e la definizione delle sue differenti dimensioni rappresentano una questione complicata. Anche al primo grado di approssimazione, ossia quello fornitoci dai tassi della disoccupazione complessiva, il campo di rilevazione degli indici disponibili differisce parecchio da un paese all'altro; non vi sono inoltre sicuri raffronti riguardanti l'entità del lavoro ad orario ridotto. Pertanto i tassi di disoccupazione indicati nella tabella che segue sono significativi solo nel fornire le tendenze dei singoli paesi — e anche così con le dovute cautele.

Tassi di disoccupazione.¹

Paesi	Massimo tasso medio annuo durante		1974 dicembre	1975 dicembre	1976 giugno	1976 dicembre	1977 aprile
	1957-65	1966-73					
percentuali							
Belgio	6,3	4,5	5,3	8,7	9,1	9,8	9,5
Canada	7,1	6,4	5,9	7,0	7,0	7,4	8,3
Francia	1,4	2,2	2,9	4,4	4,1	4,3	4,8
Germania	3,5	2,1	3,6	4,8	4,6	4,4	4,6
Giappone	1,5	1,4	1,7	2,1	2,1	1,9	1,9 ²
Italia	8,2	3,9	3,1	3,5	3,8	3,9 ³	.
Paesi Bassi	2,3	2,7	4,0	5,4	5,6	5,2	5,1
Regno Unito	2,4	3,8	2,8	5,0	5,4	5,6	5,6
Stati Uniti	6,8	5,9	7,2	8,3	7,5	7,8	7,0
Svezia	2,5	2,0	1,5	1,6	1,5	1,5	1,8 ²
Svizzera	—	—	0,1	1,0	0,7	0,6	0,5

¹Percentuali delle forze di lavoro civili (in Belgio delle forze di lavoro coperte da assicurazione sociale). Serie destagionalizzate, eccetto per Belgio, Italia, Svezia e Svizzera. ²Febbraio. ³Ottobre.

I dati riportati mettono comunque in chiaro che, sebbene la produzione industriale sia ritornata attorno ai livelli massimi precedenti, i tassi di disoccupazione permangono generalmente ben al di sopra dei valori annui massimi registrati dal 1957 al 1973. Ciò si spiega in parte con l'eccezionale gravità della recessione e con la durata della fase di ripresa, viste come facenti parte di uno "sviluppo depresso" durante il quale il potenziale produttivo ha continuato ad accrescersi (Capitolo II). Un altro elemento determinante è stato lo squilibrio nel costo dei fattori, che ha indotto le imprese a contenere in generale gli investimenti, a ridurre il proprio organico e a preferire investimenti comportanti un risparmio di manodopera.

In alcuni paesi, come Stati Uniti e Canada, il rapido aumento delle forze di lavoro intervenuto negli ultimi anni contribuisce a spiegare la gravità della disoccupazione, soprattutto fra i giovani e le donne. Sovente coloro che escono dal mercato del lavoro nelle prime fasi del ciclo tendono a farvi rientro col progredire della ripresa, gonfiando così le statistiche dei disoccupati pur in presenza di un accresciuto impiego. Nel corso dell'attuale ripresa un fenomeno siffatto si è prodotto negli Stati Uniti e in Italia, paesi in cui dalla metà del 1976 sono cresciuti ad un ritmo alquanto vivace sia il numero degli occupati, sia le forze di lavoro. Tuttavia, in altri paesi industriali la crescita dell'occupazione è stata lenta e le forze di lavoro sono aumentate solo di poco. In verità la tendenza alla diminuzione delle forze di lavoro avutasi in Germania e Svizzera negli anni recenti ha contribuito a mantenervi il tasso di disoccupazione assai più basso di quanto non sarebbe stato altrimenti.

A partire dal dicembre 1975 il tasso di disoccupazione è calato negli Stati Uniti, nei Paesi Bassi e in Germania, pur restando a livelli eccezionalmente elevati in tutti e tre i paesi. Una certa flessione rispetto a livelli già bassi vi è anche stata in Giappone, dove tradizionalmente i datori di lavoro cercano di evitare i licenziamenti, e in Svizzera, paese dal quale vi è stato un cospicuo deflusso netto di lavoratori stranieri. Tuttavia, nel corso dell'anno passato altri paesi hanno registrato un ulteriore incremento della disoccupazione.

Per quanto concerne la politica macroeconomica, i governi hanno in genere risposto in modo piuttosto cauto al deludente andamento dell'occupazione. Anche se in parte ciò è dovuto ai timori circa l'inflazione e la propria posizione verso

Popolazione attiva, occupazione e produttività.

Paesi	1961-70			1970-76		
	Popolazione attiva ¹	Occupati (esclusi militari)	Produttività ²	Popolazione attiva ¹	Occupati (esclusi militari)	Produttività ²
	tasso annuo composto di crescita, in percentuale					
Austria	- 1,2	0,3	4,4	- 0,1 ³	- 0,2 ³	4,0 ³
Belgio	0,5	0,8	4,1	2,3 ³	0,4 ³	3,4 ³
Canada	2,7	3,0	2,4	3,5	3,2	1,4
Danimarca	1,3	1,4	3,3	0,9 ³	0,2 ³	2,1 ³
Finlandia	0,3	0,2	4,7	0,7 ³	0,2	3,3
Francia	0,8	1,0	4,7	0,9 ³	- 0,2	4,0
Germania	—	0,2	4,6	- 0,4	- 1,1	3,5
Giappone	1,4	1,4	8,7	0,7 ³	0,5	5,1
Italia	- 0,9	- 0,7	5,8	0,6	0,3	2,6
Norvegia	0,7	1,5	3,3	2,5	1,7	1,9
Paesi Bassi	1,2	1,2	4,4	0,4 ³	- 0,2 ³	3,2 ³
Regno Unito	0,2	0,1	2,7	0,5	—	1,6
Spagna	0,8	0,8	6,6	0,9 ³	0,3	4,5
Stati Uniti	1,8	2,0	2,2	2,0	1,8	0,9
Svezia	0,7	0,8	3,6	1,0	1,0	1,1
Svizzera	0,9	0,9	3,5	- 1,7	- 2,0	2,6

¹ Comprende le forze di lavoro con o senza occupazione e i militari. ² Variazione del prodotto nazionale lordo per occupato dipendente. ³ 1975.

l'estero, vi si è anche riflesso il convincimento che la disoccupazione sia in certa misura un problema di tipo strutturale non risolvibile con la gestione della domanda. Gli elementi strutturali riguardano soprattutto le difficoltà esistenti in certi settori dell'industria o in determinate aree geografiche, benché essi siano in parte da ricondurre al cambiamento nella distribuzione per età e nella composizione delle forze di lavoro.

In siffatte circostanze, i governi hanno fatto ricorso in misura crescente a provvedimenti selettivi nel tentativo di tener testa alla disoccupazione. Alcuni fra questi provvedimenti, miranti soprattutto ad attutire l'impatto della disoccupazione su determinate categorie di persone, sono consistiti in larga misura nel migliorare le indennità di disoccupazione sia nell'importo sia nella durata. In alcuni paesi tali indennità sono diventate alquanto generose, al punto da essere oggetto di critiche in quanto agirebbero da disincentivo alla ricerca ed al mantenimento del posto di lavoro. Sia come si vuole, esse hanno contribuito a rendere politicamente e socialmente più sopportabile il protrarsi di elevati tassi di disoccupazione.

In alcuni paesi scandinavi, dove l'esportazione di materie prime e di semilavorati riveste particolare importanza, è stata sovvenzionata la costituzione di scorte quale mezzo per sostenere l'occupazione. Col protrarsi della recessione mondiale oltre le previsioni, tali programmi hanno tuttavia incontrato alcune difficoltà. In Svezia, dove l'anno scorso, grazie ad una politica di sussidi gli investimenti in scorte si sono mantenuti a quasi il 2% del prodotto nazionale lordo, il programma è ora soggetto a ridimensionamenti; in Norvegia si è invece rinunciato per il momento ad applicare analoghe riduzioni.

Per molti paesi l'arma più usata per combattere la disoccupazione è consistita in provvedimenti selettivi concernenti gli investimenti fissi. Un certo numero

di paesi ha dato particolare rilievo ad opere pubbliche di tipo convenzionale capaci di creare posti di lavoro, spesso in aree con forte disoccupazione o a sviluppo ritardato. In alcuni gli sforzi in tal senso hanno assunto la forma più ampia di un programma di investimenti pubblici a medio termine, ponendo l'accento principalmente su opere infrastrutturali (Germania) oppure su investimenti nelle industrie nazionalizzate (Francia). Nei Paesi Bassi il governo ha proposto una politica di medio termine tendente a promuovere investimenti capaci di creare nuovi posti di lavoro fino al 1980. Tale programma, che mira soprattutto a ridurre i costi degli investimenti privati, prevede fra l'altro un sistema di premi varianti in funzione del tipo e della ubicazione degli investimenti stessi. In un certo numero di paesi sono stati inoltre introdotti o aumentati gli incentivi di tipo convenzionale all'investimento privato, come crediti d'imposta, detassazione degli ammortamenti, sussidi in conto interessi. Almeno due paesi (Paesi Bassi e Regno Unito) hanno apportato alcuni aggiustamenti nell'imposizione fiscale al fine di ridurre gli effetti dell'inflazione sui profitti tassabili.

Inflazione e disoccupazione: le scelte di politica economica.

Le perdite cumulative derivanti dagli elevati margini di sottoutilizzo delle forze di lavoro e delle risorse materiali hanno generato crescente preoccupazione e malcontento. Secondo un certo modo di vedere, la lotta contro l'inflazione sarebbe divenuta eccessivamente onerosa, in termini di produzione e di occupazione, rispetto agli scarsi benefici ulteriormente ottenibili con l'attenuare le pressioni dal lato dei prezzi e dei salari. Secondo tale punto di vista vi sarebbe l'urgente bisogno di più attive politiche di gestione della domanda, particolarmente nei paesi-guida, tese a far rapidamente ritorno ad elevati livelli di attività.

La presente Relazione, pur riconoscendo pienamente la gravità del problema della disoccupazione, non condivide tale concezione. Essa riconosce l'importanza di una prudente politica di gestione della domanda avente come obiettivo tassi di crescita ragionevolmente stabili, nonché di provvedimenti selettivi volti a promuovere gli investimenti, la formazione professionale, la mobilità della manodopera e, in genere, più elevati livelli di occupazione. In sostanza la Relazione condivide maggiormente la tesi che la crescente inflazione degli anni Sessanta e dei primi anni Settanta è stata in gran parte il prodotto della priorità accordata al sostenimento del pieno impiego, trascurando i possibili effetti sulla stabilità dei prezzi derivanti dalla scarsità di manodopera e di capacità produttiva. Essa ritiene inoltre che gli elevati e più diffusi tassi di inflazione che ne sono derivati, unitamente alle sensibilissime aspettative inflazionistiche da questi generate, abbiano rappresentato di per se stessi la principale causa sia della debolezza della domanda, sia della disoccupazione. Vi si esprime infine l'opinione che, sebbene il propagarsi dell'inflazione sia attualmente in gran parte il riflesso di persistenti spinte dei costi, non è affatto sopito il ricordo dei pericoli provenienti dal lato della domanda.

Le ragioni che stanno alla base di tali concezioni sono esposte in varie parti della Relazione. La conclusione è che i mercati odierni sono diventati altamente reattivi ai timori di inflazione. Nella sfera finanziaria, qualsiasi rafforzamento delle aspettative inflazionistiche induce ora gli investitori a ricercare la liquidità, tendendo così a far salire i tassi di interesse a lunga e a ridurre la disponibilità di capitali a lungo termine per gli investimenti. Nel settore industriale la spesa per investimenti delle imprese viene scoraggiata in due modi: in primo luogo, dal timore di essere colte fra

costi crescenti ed una nuova fase di politica restrittiva o, peggio ancora, di essere soggette ad un nuovo regime di controllo dei prezzi; in secondo luogo, dall'esperienza che l'inflazione crea, di per sé stessa, maggiori incertezze. Il tasso d'inflazione cresce o diminuisce senza mai essere stabile; inoltre un elevato tasso *medio* di inflazione comporta quasi certamente una maggiore varianza delle singole modificazioni di prezzo. Nel settore delle famiglie l'inflazione viene ormai associata ad incertezze circa il reddito e il posto di lavoro, nonché alle perdite nel potere d'acquisto delle attività finanziarie precedentemente costituite inducendo così a spendere meno e a risparmiare di più.

In tali circostanze per le autorità responsabili della politica economica è divenuto sempre più rischioso ignorare le conseguenze inflazionistiche della propria azione. Se così facessero, i loro interventi potrebbero essere frustrati dalle forze del mercato, lasciando più acuto di prima il dilemma inflazione-disoccupazione. Nel valutare i "costi" dell'inflazione si deve perciò considerare in quale misura l'inflazione stessa è causa di disoccupazione. Né vanno sottovalutati i costi più notori connessi ad ingiustizie distributive, ad inefficienze e distorsioni nell'allocazione delle risorse ed al disordine sociale e politico che deriva dal continuo disputarsi per non perdere terreno in termini di quote di reddito.

Ma quali sono le vie d'uscita? I prolungati sforzi per ridurre i tassi di inflazione sono stati vani come si vuole talvolta asserire? In realtà, i progressi sono stati tutt'altro che trascurabili. Mentre nel 1974 la maggior parte dei paesi industriali registrava aumenti dei prezzi al consumo che andavano dal 10 al 25 %, nella primavera del 1977 una grossa parte di essi era riuscita a far scendere tali tassi a cifre comprese fra il 6 ed il 9 %; e in Germania e Svizzera l'inflazione dei prezzi è già scesa ben al di sotto di tali valori. Appare altresì chiaro che il ristagno della domanda e le condizioni sul mercato del lavoro hanno avuto un effetto positivo — quello connesso alla cosiddetta curva di Phillips — nello smorzare l'inflazione. Inoltre, in Germania e negli Stati Uniti negli ultimi due anni tale progresso si è combinato ad una sensibile riduzione della disoccupazione, ed è possibile che altri paesi stiano approssimandosi ad un punto di svolta in tal senso. Infine, i profitti, che in molti paesi erano stati compressi allorché si è passati da un'inflazione indotta dalla domanda ad un'inflazione da costi, paiono essere notevolmente migliorati in alcuni paesi negli ultimi due anni. Tuttavia, sotto tutti gli aspetti considerati vi è ancora parecchio cammino da compiere e saranno necessari tempo e pazienza.

Per quanto riguarda la gestione della domanda, parrebbe perciò auspicabile che i paesi continuino a porsi come obiettivo una crescita moderata e duratura. Per quelli con difficoltà di bilancia dei pagamenti l'espansione della domanda *interna* dovrebbe avvenire con ritardo rispetto agli altri paesi, in modo da lasciar spazio ad una ripresa indotta dalle esportazioni. L'esperienza ha inoltre ripetutamente dimostrato che un deprezzamento della moneta, anche se è forse un necessario complemento ad una siffatta politica, non può mai sostituirsi alla medesima.

Una politica di moderato sviluppo non è evidentemente una politica di tutto riposo. Essa implica un'espansione assicurata, entro limiti ragionevoli, degli aggregati monetari e ciò può richiedere a sua volta un certo finanziamento monetario (seppure in misura progressivamente calante) dei disavanzi del settore pubblico. Ciò significa che, qualora si facesse affidamento sulla sola gestione della domanda, sarebbe necessario ancora molto tempo prima che si ritorni a soddisfacenti livelli di occupazione.

Come si potrebbe accelerare tale processo? Un possibile modo sarebbe che i paesi si impegnassero esplicitamente su certi obiettivi di massima quanto alla riduzione o al contenimento dell'inflazione. Tali obiettivi, se resi credibili, potrebbero contribuire a formare il clima di aspettative necessario per un più rapido ritorno all'equilibrio interno.

In molti casi i progressi verso la soluzione del dilemma inflazione-disoccupazione potrebbero inoltre essere accelerati da ciò che può essere genericamente definita una politica dei redditi. Sotto questo titolo, oppure sotto la forma ancora più generica di uno schema consensuale di distribuzione del reddito, gli accordi raggiunti anche per periodi limitati possono fare molto per creare i requisiti di una stabile crescita. Come già visto precedentemente, le ampie differenze a livello internazionale fra i tassi di inflazione sono attribuibili più a diversità nei meccanismi interni di trasmissione degli impulsi inflazionistici che a differenze nel processo di formazione degli impulsi stessi.

Naturalmente le abitudini e i meccanismi inflazionistici sono spesso profondamente radicati ed oppongono una forte resistenza al cambiamento. Ciò vale specialmente per i sistemi di indicizzazione globale dei salari, sia ufficiali che di fatto, ma è anche evidente nella riluttanza ad accettare i necessari aggiustamenti nei redditi reali ossia nell'andamento relativo dei prezzi e dei salari. Eppure vi sono circostanze in cui tali aggiustamenti sarebbero assai opportuni. Tale è il caso di un calo del reddito nazionale in termini reali causato da un peggioramento delle ragioni di scambio, ad esempio in seguito al rincaro del petrolio o di altre materie prime. Può essere parimenti necessario quando — come è avvenuto in numerosi paesi — una crescente compressione dei profitti ha seriamente deteriorato l'incentivo per le imprese ad effettuare investimenti capaci di creare posti di lavoro.

Dal punto di vista delle categorie interessate — in particolare, lavoratori ed imprenditori — l'accettazione di una maggiore moderazione nella dinamica dei salari e dei prezzi non è di certo facile. Ciò vale particolarmente se, come accade in alcuni paesi, vi è l'evidente necessità di un aumento della quota dei profitti, quale premessa per incrementare gli investimenti e lo sviluppo. Ma anche tali aggiustamenti relativi, laddove le autorità preposte alla politica economica riescano a farne accettare l'opportunità, possono portare tangibili benefici entro un ristretto lasso di tempo. Poiché, in assenza di un'appropriata evoluzione dei salari e dei prezzi, l'unico mezzo a disposizione delle autorità per opporsi all'inflazione è di restringere la domanda aggregata, con le inevitabili conseguenze di un indebolimento del mercato e di maggiore disoccupazione. Per converso, qualunque sia la politica di gestione della domanda, una maggiore moderazione negli incrementi dei salari e dei prezzi implica maggiore spazio a miglioramenti dei redditi in termini reali e dell'occupazione. Tale moderazione consentirebbe alle autorità una più ampia libertà nell'introdurre ulteriori provvedimenti di stimolo alla domanda.

IV. I MERCATI NAZIONALI DEL CREDITO E LA POLITICA MONETARIA.

Lo scorso anno in tutti i principali mercati finanziari è stata chiaramente visibile l'impronta della debole ripresa economica. Vi sono state tuttavia importanti differenze tra i vari paesi, originate dai divergenti tassi d'inflazione e dall'ulteriore processo di polarizzazione delle economie per quanto concerne la posizione sull'estero.

Per quanto riguarda invece le analogie tra i vari paesi, in genere il riequilibrio delle strutture finanziarie ha continuato ad essere oggetto di preoccupata attenzione nel settore delle imprese, sebbene vi sia stato un certo rilancio del loro indebitamento a breve nei paesi in cui la ripresa ha riacquisito vigore. Al tempo stesso, il settore famiglie ha aumentato il proprio ricorso al credito pur continuando ad accumulare attività liquide ad un ritmo elevato. La migliorata situazione di liquidità del settore privato si è accompagnata ad ulteriori disavanzi del settore pubblico che, pur essendo in genere un po' diminuiti rispetto alle punte massime del 1975, sono stati nondimeno molto ampi se raffrontati ai livelli precedenti.

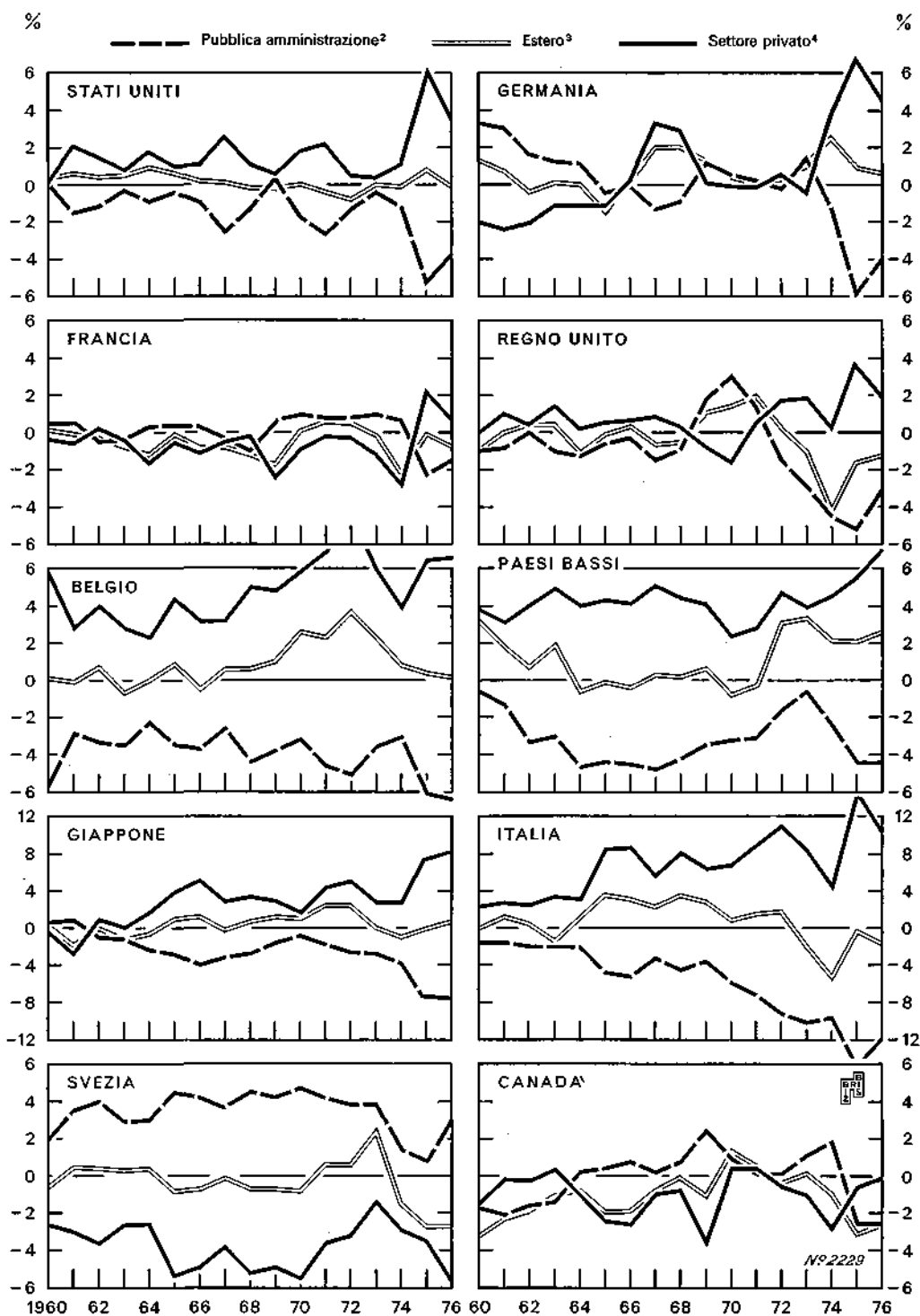
Le diversità tra i vari paesi si sono rispecchiate nei differenti orientamenti di politica monetaria. Nei paesi caratterizzati da tassi d'inflazione relativamente bassi e posizioni sull'estero sostanzialmente forti — Stati Uniti, Germania, Giappone e Svizzera — politiche monetarie improntate alla stabilità hanno mirato a contenere ulteriormente l'inflazione, ma anche a dare respiro alla ripresa congiunturale. In pressoché tutti gli altri paesi la debolezza della posizione sull'estero — che per lo più rispecchiava squilibri interni — ha richiesto un sensibile inasprimento della politica monetaria. In alcuni paesi le difese monetarie hanno potuto essere parzialmente smantellate, una volta esauritesi le perturbazioni sui mercati valutari. Ma in altri la crescente consapevolezza della propria vulnerabilità esterna ha continuato ad influenzare le politiche monetarie.

Le divergenze nelle posizioni e nelle politiche monetarie dei paesi si sono distintamente manifestate nell'andamento dei tassi d'interesse. Nel primo gruppo di paesi, al forte calo dei tassi a lungo e a breve termine riscontrato nel 1975 hanno fatto seguito nello scorso anno una situazione di quasi stabilità o ulteriori moderate flessioni, benché a partire dall'inizio del 1977 su alcuni mercati vi sia stato un certo rafforzamento dei tassi a breve. In altri paesi, invece, i tassi sono ritornati a segnare nuove punte massime e si sono mantenuti relativamente alti, tranne che nei casi in cui il miglioramento nella posizione verso l'estero è stato assai netto.

L'assetto delle posizioni finanziarie per settori.

Con la ripresa economica, l'anomala struttura dei saldi finanziari, osservata precedentemente durante la fase recessiva acuta, ha iniziato un processo di reversione. Vi hanno soprattutto contribuito l'andamento del ciclo delle scorte, una certa ripresa nei profitti delle imprese, il calo della propensione al risparmio delle Famiglie e l'effetto prodotto sui disavanzi di bilancio dalla crescente attività economica.

Saldi finanziari per settori,¹
In percentuale sul PNL.



¹ Desunti da fonti nazionali. ² Pubblica amministrazione consolidata. Per Belgio e Paesi Bassi, fabbisogno finanziario, comprendente parte dell'indebitamento destinato alla concessione di crediti. ³ Saldo finanziario attivo (+) dell'economia nazionale verso il resto del mondo. ⁴ Calcolato come residuo.

Nel 1976 quasi ovunque il disavanzo del settore pubblico è leggermente diminuito rispetto ai livelli senza precedenti registrati l'anno prima (vedasi Capitolo II), con le importanti eccezioni di Giappone, Belgio e Paesi Bassi. A questo andamento ha fatto naturalmente riscontro, in ampia misura, un calo delle eccedenze finanziarie del settore privato, mantenutesi tuttavia molto elevate rispetto ai livelli storici. Nel grafico che precede, i saldi con l'estero rappresentano approssimativamente le posizioni di parte corrente, e il segno positivo indica un saldo attivo del paese in questione.

Se si considerano più anni, negli Stati Uniti e nei Paesi Bassi pare esservi stata un'evidente correlazione positiva tra i movimenti nel saldo del settore pubblico e quelli nella posizione verso l'estero di parte corrente, anche se recentemente questo andamento parallelo è apparso meno stretto che negli anni precedenti. Ciò ha indotto alcuni osservatori a ritenere che la posizione di bilancio sia una determinante fondamentale del saldo con l'estero. In Italia il deterioramento della posizione sull'estero dalla metà degli anni Sessanta pare essere correlato all'andamento negativo della finanza pubblica. Senza dubbio, negli anni recenti il disavanzo del settore pubblico è stato deliberatamente accettato in diversi paesi come contropartita interna dei disavanzi con l'estero derivanti dal petrolio. Nella maggior parte dei paesi, tuttavia, le variazioni nelle posizioni verso l'estero di parte corrente sembra siano state di norma più correlate alle fluttuazioni nell'eccedenza del settore privato, mentre, agendo in senso contrario ad entrambi, il disavanzo del settore pubblico pare aver costituito un elemento stabilizzante.

Negli ultimi due o tre anni, il disavanzo del settore pubblico, oltre a sostenere la domanda, ha fortemente contribuito alla ristrutturazione finanziaria, permettendo ai settori delle famiglie, delle imprese e delle istituzioni finanziarie di costituire solide attività finanziarie riducendo in pari tempo il loro indebitamento. In particolare, l'espansione delle attività verso il settore pubblico rappresentate da titoli ha costituito un'utile aggiunta alla liquidità secondaria dell'economia senza accrescere indebitamente l'espansione monetaria e il potenziale inflazionistico. Ma, laddove i disavanzi del settore pubblico hanno contribuito ad un'eccessiva creazione di moneta o allo squilibrio dei conti con l'estero, l'acquisizione di tali attività finanziarie è stata meno benefica o, in alcuni casi, addirittura dannosa.

All'interno del settore privato, il disavanzo delle Imprese, contrattosi decisamente nel 1975, ha segnato in molti paesi una nuova espansione nel corso del passato anno allorché gli investimenti lordi (ivi comprese le scorte) hanno acquistato impulso. Fra il 1975 ed il 1976 vi è stato in alcuni paesi un calo dell'eccedenza finanziaria delle Famiglie, anche se in una prospettiva di lungo periodo essa è rimasta ovunque a livelli elevati.

Il finanziamento del settore imprese. Lo scorso anno la fisionomia del settore delle imprese è stata ancora influenzata dagli sforzi tesi a ricostituire migliori equilibri di *cash-flow* e di bilancio. Questi in diversi paesi avevano registrato un progressivo deterioramento a partire da molti anni addietro, per poi subire un'ulteriore erosione negli anni di *boom* inflazionistico del 1972-74. Anche se il processo di ristrutturazione è notevolmente progredito in molti paesi, le società generalmente esitano ancora ad accelerare la loro attività d'investimento.

Alcuni importanti mutamenti intervenuti negli ultimi anni nell'assetto finanziario delle società sono illustrati nella tabella seguente (per la Germania i dati si riferiscono al settore delle imprese esclusa l'edilizia residenziale). A grandi linee, il periodo tra il 1972 e 1974, caratterizzato dalla debole capacità di finanziamento interno, dal pesante indebitamento a breve e da una liquidità in fase di deterioramento, è stato seguito nei due successivi anni da un marcato spostamento dall'indebitamento a breve verso quello a lungo termine e da una rapida accumulazione di liquidità. Al tempo stesso, si è sensibilmente ridotto il ricorso al finanziamento esterno, per effetto dapprima di una riduzione degli investimenti, ma in seguito, e in misura crescente, della creazione di fonti interne di finanziamento. Verosimilmente questo miglioramento è iniziato ed è maggiormente progredito negli Stati Uniti e in Germania, ma un notevole rafforzamento delle strutture finanziarie è evidente anche in altri paesi. Nel raffronto con gli anni precedenti va tenuto presente che i dati per il 1975 e 1976 si rapportano a livelli assai depressi del prodotto nazionale lordo.

Sembra che il miglioramento della struttura finanziaria abbia compensato il forte indebolimento dell'inizio degli anni Settanta, anche se non ha integralmente ricostruito la solidità di anni addietro. Ad esempio, nelle società statunitensi

Settore delle imprese: risparmio, investimento e operazioni finanziarie.

Paesi	Anni o medie annue	Risparmio lordo e trasferimenti in conto capitale	Investimenti lordi (—)	Disavanzo finanziario (—)	Corrispondenti variazioni in			
					attività liquide ¹	indebitamento a breve termine ² (aumento—)	indebitamento a lungo termine ³ (aumento—)	altre attività ⁴ (nette)
percentuale del prodotto nazionale lordo								
Stati Uniti . .	1963-65	7,9	— 8,3	— 0,4	0,5	— 1,1	— 1,4	1,6
	1973	6,4	— 9,5	— 3,1	0,5	— 2,7	— 2,9	2,0
	1974	5,5	— 9,5	— 4,0	0,2	— 3,1	— 2,8	1,7
	1975	6,8	— 6,3	0,5	1,2	0,8	— 3,3	1,8
	1976	7,2	— 8,2	— 1,0	1,3	— 0,3	— 2,8	0,8
Giappone . .	1963-65	11,9	— 18,1	— 6,2	7,1	— 13,9	— 2,5	3,1
	1973	12,9	— 19,1	— 6,2	4,4	— 13,6	— 1,8	4,8
	1974	10,9	— 18,6	— 7,7	2,4	— 9,9	— 1,1	0,9
	1975	8,8	— 12,4	— 3,6	4,4	— 10,3	— 1,9	4,2
	1976			— 3,2	4,3	— 9,1	— 1,2	2,8
Germania ⁵ . .	1963-65	12,5	— 16,8	— 4,3	0,9	— 1,2	— 3,2	— 0,8
	1973	11,4	— 15,4	— 4,0	1,5	— 0,9	— 2,7	— 1,9
	1974	10,6	— 13,1	— 2,5	0,4	— 1,5	— 2,3	0,9
	1975	11,1	— 12,1	— 1,0	1,6	0,9	— 3,2	— 0,3
	1976	12,3	— 13,7	— 1,4	1,5	— 1,0	— 3,1	1,2
Francia . . .	1973	7,4	— 12,3	— 4,9	1,4	— 3,5	— 4,4	1,6
	1974	6,0	— 12,7	— 6,7	1,8	— 6,1	— 4,8	2,4
	1975	5,6	— 9,0	— 3,4	2,2	— 0,6	— 5,7	0,7
	1976	6,1	— 11,4	— 5,3	0,7	— 1,9	— 6,3	2,2
Regno Unito.	1963-65	8,8	— 8,6	0,2	0,5	— 1,8	— 1,8	3,3
	1973	11,5	— 11,5	0,0	3,6	— 6,2	— 1,5	4,1
	1974	10,7	— 14,6	— 3,9	0,1	— 5,4	— 0,1	1,5
	1975	8,8	— 9,1	— 0,3	2,4	— 0,6	— 1,5	— 0,6
	1976	10,0	— 10,5	— 0,5	1,5	— 2,1	— 1,3	1,4

¹ Principalmente depositi e titoli di credito a breve. Negli Stati Uniti comprende tutti i titoli di Stato. ² Comprende tutti i crediti bancari, esclusi i prestiti ipotecari negli Stati Uniti, i crediti bancari a lungo termine in Germania ed i crediti a medio e lungo termine in Francia. Sono inclusi taluni prestiti da parte di istituti finanziari non bancari e, per Stati Uniti e Germania, le emissioni di titoli a breve del mercato monetario. ³ Principalmente emissioni obbligazionarie ed azionarie. In alcuni casi anche i prestiti ipotecari ed i crediti a lungo termine. ⁴ Principalmente crediti non del mercato monetario, come crediti commerciali e transazioni in partecipazioni con non residenti. Contiene discrepanze statistiche. ⁵ Settore delle imprese esclusa l'edilizia residenziale.

il rapporto tra la consistenza dei depositi e dei titoli di Stato e le passività correnti complessive è passato da un minimo senza precedenti inferiore allo 0,16 verso la fine del 1974 a quasi lo 0,20 alla metà del 1976, ristabilendo all'incirca i livelli di liquidità prevalenti nel periodo 1969-71. Agli inizi degli anni Sessanta il rapporto era tuttavia superiore allo 0,35. Nel Regno Unito, durante gli anni 1975 e 1976 è gradualmente aumentato il rapporto tra le attività liquide delle società commerciali e industriali e le anticipazioni bancarie loro accordate, benché verso la fine del 1976 esso fosse ancora nettamente inferiore ai livelli antecedenti il 1973. Senza dubbio, la persistente inflazione può aver indotto le società ad economizzare sulle loro disponibilità liquide. In Germania pare che le attività finanziarie delle società siano cresciute notevolmente e che l'aumento dello scorso anno abbia in parte assunto la forma di acquisti di titoli; i rapporti fra indebitamento e capitale sociale delle imprese sono ora tuttavia assai più elevati che negli anni Sessanta. In Giappone il rafforzamento delle strutture finanziarie delle imprese è da collegare al fatto che queste, per il terzo anno consecutivo, hanno fatto moderatamente ricorso all'indebitamento a breve.

Poiché il processo di ristrutturazione finanziaria era già in fase avanzata, quanto meno negli Stati Uniti e in Germania, si è avuto nel corso dell'anno un certo rilancio dell'indebitamento a breve impiegato, unitamente a fondi di provenienza interna, per finanziare un modesto aumento degli investimenti aziendali. Il ricordo ancora vivo delle preoccupazioni finanziarie degli anni recenti e la conseguente riluttanza a subire un nuovo deterioramento della struttura finanziaria possono contribuire a spiegare il fatto che la spesa in conto capitale delle imprese sia rimasta in effetti piuttosto debole.

Lo scorso anno le imprese hanno continuato ad attingere in modo alquanto pesante al mercato finanziario. Negli Stati Uniti le emissioni obbligazionarie in pubblica sottoscrizione da parte di società nazionali, ammontate a \$26 miliardi, hanno raggiunto quasi l'85 % del volume senza precedenti del 1975 e, fatto particolarmente positivo per le società industriali minori, i collocamenti privati di titoli obbligazionari sono saliti ad oltre \$15 miliardi, con un aumento del 50 %. Il totale delle emissioni azionarie, pari a \$11 miliardi, è stato pressoché uguale a quello del 1975, sebbene il ritmo di esse sia rallentato nel secondo semestre dell'anno. Anche in Francia, Germania e Regno Unito il volume delle emissioni azionarie è diminuito solo modestamente rispetto all'elevato livello del 1975. Le emissioni nette di obbligazioni del settore imprese si sono mantenute a livelli elevati in Francia, mentre in Germania e nel Regno Unito, come già nel 1975, sono state modeste o persino negative. In Giappone le emissioni nette di obbligazioni delle società (escluse le imprese fornitrici di elettricità) sono scese a circa un quarto del livello raggiunto nel 1975 e il volume delle emissioni azionarie si è all'incirca dimezzato.

Lo scorso anno, ossia in una fase insolitamente avanzata della ripresa economica, è aumentata in taluni paesi la domanda di credito bancario da parte delle società. Negli Stati Uniti i crediti bancari alle imprese, dopo essere calati per due anni, sono nuovamente aumentati in autunno. In Germania, si è avuta un'accelerazione dell'indebitamento, specie a lungo termine, delle imprese verso le banche, che può essere messa in rapporto al discreto aumento degli investimenti fissi in questo paese. Anche in Francia, Italia, Belgio, Paesi Bassi e Regno Unito si è osservato un maggior ricorso al credito bancario da parte delle imprese. Nella maggior parte dei casi non sembra tuttavia che l'aumento sia stato sintomo di una sostenuta ripresa

degli investimenti fissi; esso va piuttosto associato alla ricostituzione delle scorte, alla persistente inflazione e a fattori contingenti. In Giappone pare che la domanda di credito bancario delle imprese sia rimasta finora alquanto debole.

Attività e passività finanziarie del settore famiglie. Lo scorso anno l'investimento finanziario netto delle Famiglie (cioè il saldo delle transazioni finanziarie rilevate) ha registrato un calo negli Stati Uniti, in Germania e in Francia, di riflesso alla lenta crescita del reddito disponibile e all'accelerazione nella spesa per consumi, mentre si è ulteriormente accresciuto nel Regno Unito e in Giappone. Tali andamenti divergenti sono soprattutto da collegare a differenze nell'intensità con cui è ripreso l'indebitamento. In tutti i paesi la formazione di attività è rimasta elevata o si è ulteriormente accresciuta.

Settore famiglie: variazioni nelle attività e passività finanziarie.

Paesi	Anni o medie annue	Investi- menti finanziari netti	Corrispondenti variazioni nelle				
			passività finanziarie (aumento-)	attività finanziarie			
				totale	circolante e depositi ¹	titoli dei mercati monetario e finan- ziario ²	altre
In percentuale sul prodotto nazionale lordo							
Stati Uniti ³	1963-65	2,6	— 5,7	8,3	5,0	0,5	2,8
	1973	3,8	— 7,2	11,0	6,2	1,6	3,2
	1974	5,5	— 4,2	9,7	4,5	2,1	3,1
	1975	6,9	— 4,1	11,0	6,0	1,4	3,6
	1976	4,9	— 6,0	10,9	6,6	0,3	4,0
Giappone	1963-65	8,2	— 4,7	12,9	9,8	1,7	1,4
	1973	8,9	— 10,1	19,0	15,0	1,5	2,5
	1974	10,5	— 4,8	15,3	12,0	1,3	2,0
	1975	10,8	— 7,2	18,0	13,3	2,2	2,5
	1976	11,5	— 6,4	17,9	12,9	2,5	2,5
Germania ⁴	1963-65	2,7	— 4,2	6,9	4,6	1,2	1,1
	1973	3,1	— 5,0	8,1	5,2	1,5	1,4
	1974	5,4	— 2,6	8,0	5,5	1,1	1,4
	1975	6,8	— 2,7	9,5	7,0	1,0	1,5
	1976	5,2	— 3,3	8,5	5,2	1,9	1,4
Francia	1973	3,6	— 6,4	10,0	7,3	1,4	1,3
	1974	4,6	— 5,0	9,6	7,5	0,1	2,0
	1975	6,7	— 3,1	9,8	8,9	0,1	0,8
	1976	5,4	— 4,9	10,3	9,0	0,5	0,8
Regno Unito	1963-65	3,4	— 2,6	6,0	4,0	— 1,5	3,5
	1973	5,2	— 5,8	11,0	8,6	— 1,6	4,0
	1974	7,8	— 2,9	10,7	6,7	0,0	4,0
	1975	5,3	— 3,3	8,6	4,7	— 0,4	4,3
	1976	6,1	— 4,2	10,3	4,8	0,9	4,6

¹ 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 presso fondi fiduciari e depositi a vista presso il sistema del National Savings. ² Comprende impieghi in fondi di investimento. ³ Comprende le imprese individuali, anche agricole. ⁴ Considera congiuntamente i settori delle famiglie e dell'edilizia residenziale. Escluse le imprese individuali.

Il rilancio del credito a breve al consumo parallelamente alla spesa in beni di consumo durevoli ha senza dubbio rappresentato un normale fenomeno ciclico. Rilevante è stato lo scorso anno anche il forte aumento dei prestiti ipotecari in Germania, Stati Uniti, Regno Unito e Giappone. Tuttavia, nell'attuale ciclo una notevole parte di questi mutui è stata destinata all'acquisto di abitazioni esistenti e persino a spese estranee al settore delle abitazioni. In rapporto al prodotto nazionale lordo lo scorso anno

l'indebitamento complessivo del settore famiglie è aumentato in misura alquanto modesta rispetto all'impennata del 1972-73, ma ha nondimeno contribuito a buona parte dell'espansione del credito bancario totale. Negli Stati Uniti, ad esempio, i crediti immobiliari e al consumo hanno rappresentato i tre quarti dell'espansione totale del credito bancario. Inoltre, anche gli istituti finanziari non bancari hanno sensibilmente accresciuto i loro crediti ipotecari. In effetti, l'aumento delle passività finanziarie delle Famiglie ha praticamente neutralizzato l'effetto prodotto lo scorso anno sui flussi complessivi del mercato creditizio dal minor ricorso all'indebitamento da parte dello Stato.

La formazione di nuove attività finanziarie nel settore famiglie, sebbene leggermente diminuita in relazione al prodotto nazionale lordo in tre dei paesi rappresentati nella tabella, è stata tuttavia molto ampia rispetto ai livelli tradizionali. In effetti, in tutti i paesi, durante gli anni Settanta la formazione di attività del settore famiglie in rapporto al prodotto nazionale lordo è stata assai superiore ai livelli dei primi anni Sessanta. Durante la fase di alta congiuntura del 1972-73, tuttavia, l'indebitamento delle Famiglie aveva raggiunto elevati livelli e solo con l'inizio della recessione l'avanzo finanziario netto del settore è divenuto ampio.

In Germania, Regno Unito, e in minor misura in Francia e Giappone, si è registrato lo scorso anno un certo spostamento verso l'investimento in valori mobiliari e particolarmente in titoli di Stato. Negli Stati Uniti si è tuttavia protratta la tendenza già in atto di allontanamento dagli investimenti in titoli del mercato monetario e finanziario. Negli ultimi due anni sembra siano cresciute di importanza in molti paesi le posizioni creditorie verso le società assicuratrici, che tradizionalmente intervengono in larga misura nella formazione di attività del settore privato negli Stati Uniti e nel Regno Unito, ciò probabilmente per effetto degli sforzi volti a compensare l'erosione del valore reale di tali crediti causata dall'inflazione.

Peraltro, sono stati nuovamente i depositi a rappresentare una larga quota nella formazione di nuove attività del settore famiglie. Nel 1976 l'acquisizione di disponibilità liquide da parte delle Famiglie, che era fortemente aumentata quando gli elevati tassi di inflazione stavano gravemente erodendo il valore delle attività finanziarie precedentemente acquisite dal settore, è leggermente rallentata nella maggior parte dei paesi in cui l'inflazione è andata calando. E' tuttavia interessante notare che nel Regno Unito la formazione di attività liquide presso le Famiglie rapportata al prodotto nazionale lordo ha avuto un andamento molto più lento negli ultimi due anni di rapida inflazione che non durante la fase di forte espansione monetaria del 1973-74.

Il finanziamento del fabbisogno del settore pubblico. L'anno scorso la contrazione dei disavanzi di bilancio si è tradotta in una flessione nel fabbisogno (comprendente l'indebitamento destinato alla concessione di crediti) sia delle amministrazioni centrali, sia dell'intero settore pubblico. Fra i principali paesi solo Giappone, Belgio e Paesi Bassi hanno registrato ulteriori aumenti. Ovunque tale fabbisogno è stato tuttavia molto superiore, in relazione al prodotto nazionale lordo, di quanto non fosse prima della recessione. La tabella che segue fornisce una scomposizione sommaria del finanziamento relativamente al fabbisogno dell'amministrazione centrale, salvo il caso della Germania, per cui la scomposizione si riferisce al finanziamento di tutta la pubblica amministrazione, ad esclusione degli enti previdenziali.

Finanziamento dell'amministrazione centrale.¹

Voci	Anni	Belgio	Francia	Germania	Italia	Giappone	Paesi Bassi	Regno Unito	Stati Uniti
		In percentuale sul prodotto nazionale lordo							
Fabbisogno finanziario del settore pubblico ²	1973	3,8	-0,5	1,0 ³	11,2	.	1,4	4,0 ⁴	1,0
	1974	3,8	0,1	2,7 ³	9,7	.	2,7	5,8 ⁴	1,7
	1975	5,9	3,6	6,3 ³	14,7	.	5,2	7,5 ⁴	6,1
	1976	6,6	1,7	4,3 ³	11,8	.	5,1	5,0 ⁴	4,3
Fabbisogno finanziario dell'amministrazione centrale .	1973	4,0	-0,6	0,3	9,1	0,8	-0,3	3,2 ⁵	1,0
	1974	3,7	-0,3	1,0	8,6	2,0	0,6	4,2 ⁵	1,3
	1975	5,8	3,0	3,3	12,4	3,7	3,1	8,1 ⁵	5,7
	1976	5,9	1,1	2,7	9,5	4,8	3,7	5,6 ⁵	4,0
soddisfatto da:									
Banca centrale	1973	-0,03	-0,47	-0,15 ³	6,08	1,11	-1,06		0,65
	1974	0,16	0,17	-0,17 ³	6,44	2,27	-0,96		0,14
	1975	-0,03	1,38	0,68 ³	4,75 ⁶	1,47	0,05		0,25
	1976	0,76	0,74	-0,31 ³	5,84 ⁶	0,66	0,47	1,66	0,47
								0,11	
Banche	1973	2,30	-0,54	0,81 ³	1,05	-0,22	-0,47	1,98	-0,56
	1974	1,26	-0,03	2,16 ³	1,55	-0,26	0,16	-0,15	0,16
	1975	1,35	0,81	4,32 ³	4,18	1,38	0,88		2,00
	1976	1,72	-0,33	3,41 ³	0,46	2,40	0,86		0,96
Altre fonti interne	1973	1,89		0,24 ³	1,83		1,24	2,25	0,88
	1974	2,31		0,66 ³	0,58		1,38	2,29	0,83
	1975	4,52		1,04 ³	3,46		2,20	5,58	2,94
	1976	3,43	0,36	0,55 ³	3,19	-0,11	2,53	4,60	2,15
			-0,48			0,00			
Fonti esterne	1973	-0,20	0,86	0,06 ³	0,13	0,81	—	-0,75 ⁷	0,02 ⁷
	1974	-0,08	0,69	0,08 ³	0,01	1,72	—	1,79 ⁷	0,16 ⁷
	1975	-0,07		0,28 ³	—	—	—	0,48 ⁷	0,51 ⁷
	1976	—		0,56 ³	0,01	—	-0,13	1,11 ⁷	0,46 ⁷

¹ Variazione netta nell'indebitamento e nei saldi di cassa, comprendente operazioni di mutuo destinate alla concessione di prestiti. Basata in parte su stime della BRI. ² Amministrazione centrale e periferica ed enti previdenziali, sulla base dei bilanci di cassa. ³ Tutta la pubblica amministrazione, esclusi gli istituti di previdenza sociale. ⁴ Escluso il finanziamento delle imprese pubbliche. ⁵ Comprende i crediti dell'amministrazione centrale alle imprese pubbliche (equivalenti a circa l'1,3% del PNL nel 1976). ⁶ Solo l'indebitamento a breve pertinente alla base monetaria. ⁷ Comprende prelievi (+) e apporti (-) relativi alla posizione delle riserve valutarie ufficiali.

Il finanziamento proveniente dalle fonti interne non bancarie è aumentato lo scorso anno nei Paesi Bassi; in Francia e nel Regno Unito esso è intervenuto in misura assai maggiore nella copertura del diminuito fabbisogno finanziario. In Francia è stato lanciato un prestito governativo a lungo termine, ed ha incontrato molto successo una nuova forma di buoni del Tesoro offerti in pubblica sottoscrizione e con tassi di interesse crescenti progressivamente nel tempo. Nel Regno Unito le vendite di titoli del debito pubblico al settore non bancario sono state ingenti, particolarmente verso la fine dell'anno. Anche in Giappone sono aumentate le vendite di titoli di Stato a soggetti residenti non bancari; esse infine hanno nuovamente raggiunto livelli piuttosto elevati negli Stati Uniti, in Germania e in Belgio. In alcuni paesi le vendite dei titoli a breve hanno continuato a rappresentare una larga parte del totale, sebbene, negli Stati Uniti in particolare, si siano compiuti notevoli sforzi per prolungare le scadenze del debito pubblico.

Nel 1976 il ricorso dell'amministrazione centrale al finanziamento con mezzi monetari è diminuito in termini assoluti in Francia, Germania e Stati Uniti, mentre

è aumentato in Belgio e nei Paesi Bassi ed ha continuato ad avere un ruolo importante in tutti i paesi ad eccezione del Regno Unito, dove si è registrata una sensibile inversione di tendenza. Il credito proveniente dal sistema bancario ha coperto più di un terzo del fabbisogno totale in Belgio, Francia, Paesi Bassi e Stati Uniti e oltre i due terzi in Germania e Giappone. In Italia il fabbisogno dello Stato è stato coperto per quasi due terzi dal credito della banca centrale.

I fondi provenienti da fonti esterne hanno in parte contribuito al finanziamento del fabbisogno complessivo negli Stati Uniti ed in misura ancora maggiore nel Regno Unito. La cifra per la Germania, insolitamente elevata, rispecchia sia i prestiti contratti dagli enti pubblici presso banche estere, sia la vendita di titoli di Stato a non residenti da parte delle banche tedesche.

In alcuni paesi, soprattutto Stati Uniti, Germania e Giappone, il forte fabbisogno finanziario della pubblica amministrazione non sembra aver finora causato indebite pressioni sui tassi di interesse, né un'eccessiva creazione di moneta. Il ricorso al sistema bancario, per quanto ingente, sembra essersi limitato a compensare la debole domanda privata di credito, contribuendo così a mantenere l'espansione monetaria ad un ritmo abbastanza regolare, ed il forte ricorso al mercato dei capitali non è risultato incompatibile, tranne che in brevi periodi, con una tendenza stabile o calante dei tassi di interesse. In effetti, le aspettative di tassi d'interesse calanti, inducendo maggiori acquisti di titoli di Stato, hanno facilitato il controllo monetario. E' stato affermato che il forte indebitamento a lungo termine della pubblica amministrazione avrebbe impedito ai tassi d'interesse di scendere a più bassi livelli, scoraggiando in tal modo gli investimenti privati (vedasi Capitolo II). Per converso occorre tuttavia considerare il ruolo positivo avuto dai disavanzi nel sostenere la domanda e nel migliorare la liquidità in senso lato del settore privato.

In alcuni altri paesi il forte finanziamento monetario del settore pubblico sembra aver suscitato ancora una volta problemi di controllo della moneta e aver accentuato le pressioni inflazionistiche nonché la debolezza nella posizione esterna. Il fatto che i tassi di interesse siano aumentati proprio nei paesi più vulnerabili sembra sottolineare l'influenza determinante esercitata su di essi dalle aspettative, strettamente connesse, circa il futuro andamento dell'inflazione e dei tassi di cambio. In effetti le incertezze sulle prospettive dei tassi di interesse hanno accentuato a volte la difficoltà di finanziare i disavanzi di bilancio con mezzi non monetari. In alcuni paesi ad alta inflazione, al fine di ridurre le perplessità sia dei mutuantisti sia dei mutuatari nel sottoscrivere un impegno finanziario a lungo termine, è stata di recente presa in considerazione l'emissione in quantità limitata di diverse forme di titoli del debito pubblico a tasso di interesse variabile. Il lancio di un prestito di tal genere è stato annunciato nel Regno Unito per la fine di maggio.

Politica monetaria e andamento degli aggregati monetari.

Il perdurare dell'inflazione e degli squilibri nei conti con l'estero ha fortemente ridotto le scelte di politica monetaria aperte ai vari paesi. Da un lato si riconosce sempre più che il tentativo di impartire forti stimoli monetari si risolve facilmente, a medio termine, in elevati tassi di inflazione e, in un contesto di estrema sensibilità all'inflazione, può essere di scarso stimolo alla produzione nel breve periodo. Dall'altro, ad eccezione di alcuni paesi, le deboli posizioni sull'estero paiono aver richiesto in misura crescente l'adozione di politiche di restrizione monetaria. In ogni

caso, l'orientamento della politica monetaria dello scorso anno pare essere stato tutt'al più di condiscendenza nei cosiddetti paesi "forti", mentre è stato ampiamente restrittivo nella maggior parte degli altri.

Politica monetaria. Negli Stati Uniti, in Germania, Giappone e Svizzera è continuata, pressoché invariata rispetto all'anno precedente, l'attuazione di politiche monetarie con un chiaro orientamento a medio termine. Tranne che in Giappone, l'obiettivo centrale è stato quello di stabilizzare la crescita dell'offerta di moneta. Negli Stati Uniti la Federal Reserve ha continuato a fissare regolarmente obiettivi a medio termine per l'espansione della moneta. L'intento di fondo era di abbassare questi obiettivi parallelamente al decrescere dell'inflazione, ma l'anno scorso sono state apportate solo variazioni di scarso rilievo. In Germania l'espansione della moneta della banca centrale era stata prefissata per il 1975 nella misura dell'8% e lo stesso obiettivo, quantunque sulla base di una media annua, è stato mantenuto per il 1976 e 1977. In Svizzera l'obiettivo per la crescita media di M_1 , che nel 1976 era del 6%, è stato portato al 5% per il 1977. In Giappone le autorità hanno mantenuto a scopo precauzionale i massimali-guida all'espansione del credito bancario, pur in presenza di una debole domanda di tale tipo di credito. Nel fissare questi massimali e nell'influire sul finanziamento del fabbisogno statale, le autorità si sono basate su previsioni dell'espansione monetaria, peraltro non pubblicate.

Le politiche intese soprattutto a consolidare il progresso già compiuto nella lotta contro l'inflazione hanno lasciato solo un margine ristretto per lo stimolo della domanda nel breve periodo. Tuttavia le autorità hanno cercato di fornire un certo respiro all'espansione dell'attività economica astenendosi dal ridurre gli obiettivi nella misura in cui la flessione dell'inflazione lo avrebbe giustificato e applicandoli con una certa flessibilità.

Questo atteggiamento moderatamente permissivo, cui senza dubbio non erano estranee preoccupazioni per la pausa nella crescita registratasi nella seconda metà del 1976, è rispecchiato dai cambiamenti durante l'anno nella scelta degli strumenti di politica monetaria. Negli Stati Uniti, dopo un periodo di rapida espansione monetaria, durante l'estate le autorità hanno utilizzato in senso restrittivo le operazioni di mercato aperto. In seguito esse sono state più condiscendenti, fornendo alle banche liquidità sufficiente a soddisfare la richiesta, peraltro ancora limitata, di credito bancario. L'indirizzo meno restrittivo si è anche espresso in modo tradizionale con una riduzione delle riserve obbligatorie in agosto e in dicembre e con un abbassamento dal 5,50 al 5,25% del saggio ufficiale di sconto in novembre. In Germania l'andamento nel corso dell'anno è stato in certa misura differente. Nella primavera del 1976 le autorità monetarie hanno elevato le riserve obbligatorie e in autunno sono intervenute sul mercato aperto per ridurre le riserve libere delle banche, contrastando in tal modo l'influsso espansivo esercitato dagli interventi ufficiali sul mercato dei cambi avvenuti nel quadro degli accordi di fluttuazione congiunta e dalle variazioni nei depositi della pubblica amministrazione presso la Bundesbank. Nel marzo e nel giugno 1977 sono stati elevati in due riprese i contingenti di risconto, provvedimento tecnico avente lo scopo di assicurare un margine adeguato all'espansione monetaria. In Giappone i massimali-guida sono stati resi meno severi nel corso dell'anno e il saggio ufficiale di sconto è stato ridotto in due riprese dal 6,50 al 5% nel marzo e nell'aprile 1977.

In altri paesi, la maggior parte dei quali presentava più elevati tassi di inflazione, la debolezza attuale o potenziale della posizione verso l'estero ha cominciato l'anno

scorso ad essere avvertita come un forte vincolo alla condotta monetaria. In presenza di disavanzi di lunga data nelle partite correnti, verosimilmente destinati a perdurare o addirittura ad accrescersi e, in certi casi, di un forte indebitamento verso l'estero, diminuiva la tentazione di finanziare i disavanzi medesimi con il ricorso all'indebitamento all'estero ispirato dalle autorità monetarie. Queste ultime erano inoltre divenute sempre più consapevoli del pericolo che il deprezzamento del tasso di cambio potesse dare una forte spinta all'inflazione interna.

In Italia e nel Regno Unito ai problemi di fondo sembrano essersi aggiunte recenti difficoltà nel controllo degli aggregati monetari. In Italia, dove la situazione della finanza pubblica e il credito agevolato alle esportazioni avevano provocato un incremento eccezionale della base monetaria, la lira ha cominciato a cedere nettamente all'inizio del 1976, innescando una veemente spirale salari-prezzi. I provvedimenti di emergenza presi l'anno scorso — fra cui il deposito obbligatorio del 50% sulle importazioni, gli aumenti delle riserve obbligatorie delle banche e il progressivo rialzo del saggio ufficiale di sconto dal 6% all'inizio dell'anno al 15% in ottobre — hanno contribuito a rallentare l'espansione della componente autonoma della base monetaria. Ma il disavanzo del Tesoro è rimasto pur sempre enorme e la domanda privata di credito bancario è aumentata fortemente. Avendo le autorità cercato per lungo tempo di moderare il rialzo dei tassi di interesse, è stato necessario imporre massimali all'espansione del credito per impedire che l'aumento complessivo del credito all'interno superasse di molto il limite di 29.500 miliardi di lire fissato per l'anno. I massimali sono stati prorogati fino a coprire il periodo terminante nel marzo 1978.

Nel Regno Unito i tassi di interesse erano stati abbassati all'inizio del 1976. Quando nella primavera si sono manifestate pressioni sulla sterlina, il ritmo di crescita del credito interno si è fatto più rapido; l'espansione monetaria, sebbene rattenuta per un certo tempo da deflussi di fondi, raggiungeva livelli molto elevati nel terzo trimestre. Il *minimum lending rate* della Banca d'Inghilterra era stato elevato di 2,5 punti percentuali nel periodo aprile-maggio, ma, per quanto la sterlina continuasse ad essere oggetto di pressioni intermittenti, le autorità erano restie ad incoraggiare ulteriori aumenti dei tassi di interesse, finché, fra settembre e novembre, è stata annunciata l'attivazione di depositi speciali, sono state reintrodotte le riserve obbligatorie marginali sui depositi fruttiferi delle banche (il cosiddetto "corsetto") e il *minimum lending rate* è stato portato al 15%.

Dopo l'annuncio di accordi internazionali di sostegno, il clima nei confronti della sterlina e dei titoli di Stato mutava nettamente. Nei primi mesi del 1977, in presenza di afflussi di capitali e di un decrescente fabbisogno del settore pubblico, il credito interno e l'offerta di moneta hanno addirittura registrato una contrazione. Ciò ha controbilanciato l'accelerazione avvenuta nel corso dell'estate del 1976, cosicché alla metà di aprile del 1977 il tasso di aumento su dodici mesi di M_3 — comprendente le sole poste in sterline — era sceso a soltanto il 7,5%. Le autorità hanno cercato talvolta di moderare la flessione dei tassi di interesse. Ma alla metà di maggio del 1977 il *minimum lending rate* era sceso al livello dell'8%, facendo sorgere la questione se, in presenza di un tasso di inflazione che continuava a mantenersi elevato, non vi fosse una flessione troppo veloce e accentuata dei tassi di interesse.

In Francia, paese la cui economia presentava problemi di fondo meno gravi, le autorità hanno incoraggiato elevati livelli dei tassi di interesse sul mercato monetario

al fine di limitare il deprezzamento del franco ed hanno palesato tale politica aumentando dall'8 al 10,50% il saggio ufficiale di sconto fra luglio e settembre. Nell'autunno esse hanno anche preso provvedimenti per moderare le forze inflazionistiche interne: sono state rese più severe le norme per l'espansione del credito bancario, è stata di nuovo introdotta una riserva obbligatoria sull'aumento degli impieghi bancari e si è annunciato un limite del 12,50% all'espansione dell'offerta di moneta per il 1977.

Ma sono stati i paesi le cui monete erano collegate al marco tedesco nella fluttuazione congiunta a dare il massimo rilievo all'obiettivo di resistere alle pressioni sulle proprie monete sui mercati dei cambi, permettendo o incoraggiando un aumento dei tassi di interesse interni nella misura necessaria a tal fine. Durante le perturbazioni nell'ambito del "serpente" fra marzo e aprile, e fra luglio e ottobre, le autorità del Belgio, ad esempio, hanno lasciato che le loro vendite di valuta provocassero condizioni più tese sul mercato monetario e hanno accentuato questo effetto limitando quantitativamente e rendendo più caro il credito della banca centrale. In relazione a ciò, il tasso del denaro alla giornata, che ammontava al 4% in gennaio, ha raggiunto una punta massima del 18,5% all'inizio di ottobre per poi ritornare ad una media del 7,4% in dicembre. Anche nei Paesi Bassi si è ricorsi a tecniche restrittive sul mercato monetario per combattere la speculazione contro il fiorino, sviluppatesi per un certo tempo fra luglio e ottobre. Tuttavia, essendo la bilancia delle partite correnti fondamentalmente forte, si è ritornati ben presto alla politica di incoraggiare il deflusso di capitali mediante tassi di interesse relativamente bassi e, in seguito ad una netta accelerazione dell'espansione monetaria, nella primavera del 1977 sono stati introdotti massimali al credito bancario. La fissazione di siffatti massimali, in parte con lo scopo di dirottare la domanda di credito verso fonti di finanziamento estere, è stata una delle misure difensive prese in Danimarca e in Svezia.

Andamento degli aggregati monetari. I tassi di espansione della massa monetaria hanno in genere continuato ad oscillare entro ampi margini. In molti paesi i tassi di espansione su dodici mesi della moneta in senso lato sono saliti verso la fine del 1975 e nella prima metà del 1976 fino a raggiungere livelli che, nel Benelux, in Francia e in Italia, erano vicini ai precedenti massimi registrati nei primi anni Settanta. Ad eccezione principalmente dell'Italia, dei Paesi Bassi e degli Stati Uniti, nella maggior parte dei paesi gli ultimi mesi del 1976 ed i primi del 1977 hanno fatto registrare un considerevole rallentamento, come riflesso della pausa nella ripresa economica e, in molti casi, delle politiche restrittive, congiuntamente al placarsi delle tensioni sui mercati dei cambi. Mentre negli Stati Uniti, in Germania e in Giappone i tassi di crescita della quantità di moneta si sono mantenuti alquanto moderati rispetto al passato, nella maggior parte degli altri paesi essi continuano a riflettere il persistere di tassi di inflazione elevati.

Il credito al settore pubblico permane un fattore primario dell'espansione nella quantità di moneta. Tuttavia nel 1976 il suo contributo è diminuito in Francia, Germania, Stati Uniti e Regno Unito — rispecchiando in varia misura una riduzione dei disavanzi del settore pubblico ed un maggior ricorso al finanziamento con mezzi non monetari — mentre si è ulteriormente accresciuto in Belgio e Italia. Lo scorso anno, in Francia e nei Paesi Bassi il credito bancario al settore pubblico, assieme con l'indebitamento all'estero di quest'ultimo, ha partecipato per meno di un quinto all'espansione del credito interno, mentre negli altri paesi vi ha contribuito in misure varianti da un terzo a oltre la metà.

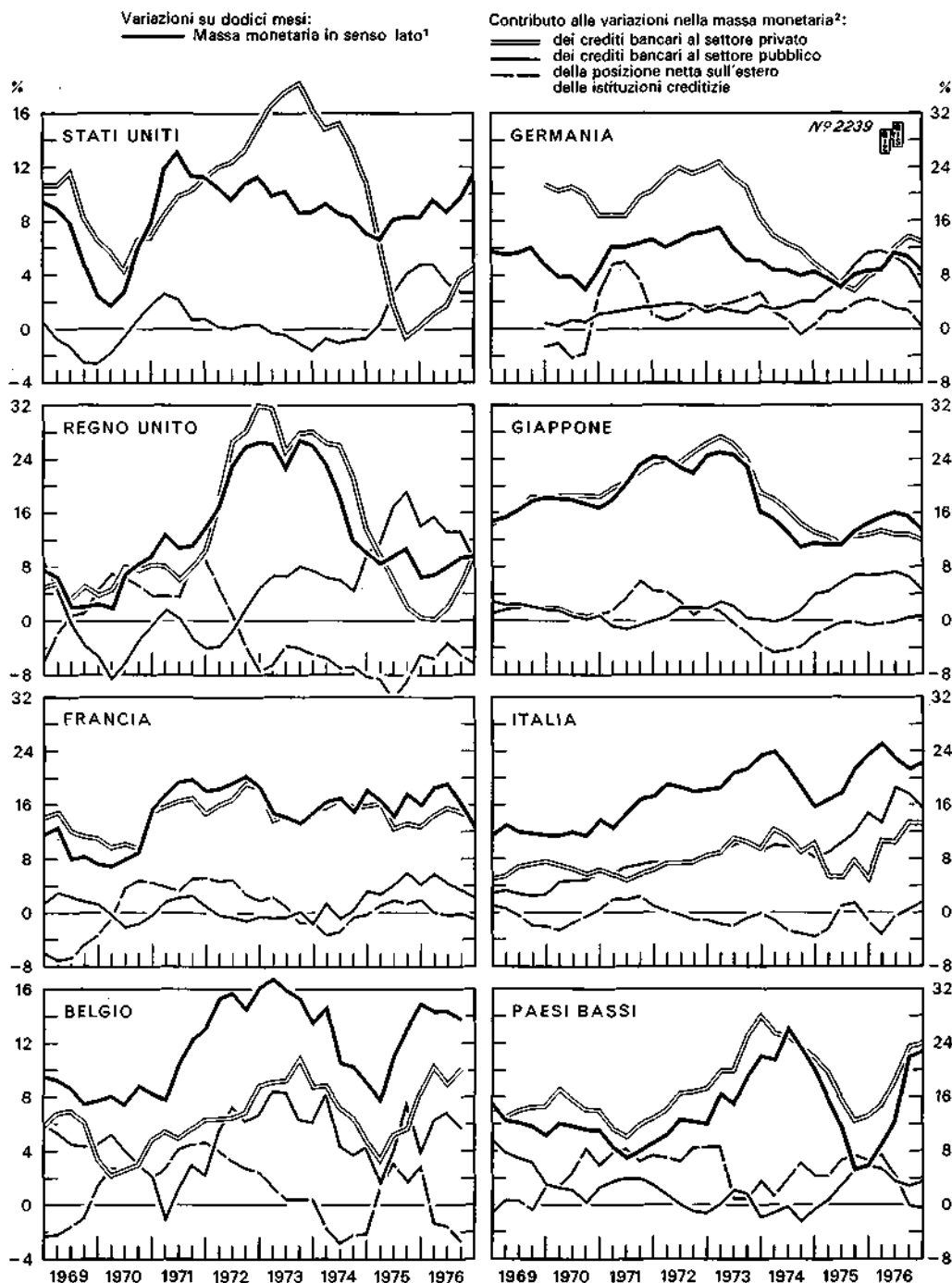
Il credito bancario al settore privato ha registrato nel 1976 un recupero o un'accelerazione alquanto sostenuta, nonostante la modesta cadenza della ripresa economica. In certi casi, come spiegato dianzi, tale espansione è imputabile ai crediti ipotecari e al consumo, nonché al credito accordato alle imprese per la costituzione di scorte e la ristrutturazione finanziaria. E' tuttavia significativo che vi sia stato un sensibile aumento in alcuni di quei paesi che hanno avuto difficoltà di bilancia dei pagamenti nel corso dell'anno. A prescindere dall'influenza esercitata dai tassi di inflazione relativamente elevati, una parte dell'espansione del credito bancario pare essersi prodotta in connessione con deflussi di fondi (oppure spostamenti nei termini di pagamento delle transazioni commerciali con l'estero) e con inconsueti aumenti nei rendimenti relativi sui mercati monetari nazionali. In questi paesi il forte incremento del credito interno si è direttamente associato ad una situazione di debolezza esterna; esso si è altresì riflesso nell'impatto negativo del settore estero sulla creazione di moneta nonché nelle pressioni sui tassi di cambio.

La tendenza manifestatasi lo scorso anno nel senso di una ripresa del credito bancario al settore privato, in parziale sostituzione di quello al settore pubblico come fonte di creazione di moneta, può essere osservata nel grafico che segue in una prospettiva di più lungo periodo. Le curve mostrano le variazioni percentuali su dodici mesi dei grandi aggregati monetari e l'incidenza relativa delle variazioni, anch'esse su dodici mesi, delle diverse contropartite.

Negli Stati Uniti i due flussi del credito bancario, al settore pubblico e al settore privato, mostrano da lungo tempo la tendenza a muoversi in modo antitetico. Il primo agisce da complemento al secondo, in una sorta di andamento anticiclico. Nella maggior parte degli altri paesi l'andamento della massa monetaria ha di norma rispecchiato da vicino le fluttuazioni del credito al settore privato. In Francia, Giappone e Germania, in particolare, il deciso ruolo anticongiunturale avuto dal credito al settore pubblico ha rappresentato una caratteristica abbastanza nuova della recente recessione. In Italia e nel Regno Unito, d'altra parte, il finanziamento monetario del settore pubblico segue da un certo tempo una tendenza ascendente. Nel Belgio e nei Paesi Bassi il contributo alla creazione di moneta fornito dal credito al settore pubblico nel 1975 e nel 1976 è stato notevole, ma non senza precedenti. Alquanto sorprendente è che in Belgio l'andamento del credito al settore pubblico durante i suddetti anni appaia alle volte correlato positivamente a quello del credito al settore privato.

La contropartita esterna delle variazioni nell'offerta di moneta costituisce, genericamente parlando, una misura della posizione complessiva della bilancia dei pagamenti. In alcuni paesi le ampie fluttuazioni nell'espansione del credito interno (credito bancario complessivamente accordato ai settori pubblico e privato) hanno avuto nel lungo periodo la tendenza a rispecchiarsi in movimenti di segno opposto nella contropartita esterna. Tale tendenza è ravvisabile non solo negli anni in cui i tassi di cambio erano rigidamente fissi, ma altresì nel periodo più recente. Ma, mentre nel Regno Unito le variazioni della contropartita esterna appaiono spesso correlate negativamente a quelle del credito bancario al settore pubblico, in Italia esse sembrano piuttosto esserlo nei confronti dei movimenti nel credito al settore privato. Tuttavia, come tendenza di lungo periodo, il crescente finanziamento monetario del settore pubblico in Italia si è anche associato alla sfavorevole evoluzione del saldo con l'estero. Relazioni inverse fra l'espansione del credito interno e la posizione esterna sono del tutto

Variazioni nella massa monetaria e incidenza relativa
delle sue contropartite.



¹ Basate su fonti nazionali. Per la Germania e il Regno Unito, M_2 ; per altri paesi, M_2 (moneta più quasi moneta).
² I contributi percentuali delle contropartite corrispondono, in totale, alla variazione percentuale della massa monetaria tranne che per differenze dovute a voci di bilancio che non appaiono, di cui la principale è rappresentata dalle passività non monetarie delle banche verso i residenti.

evidenti in Belgio e nei Paesi Bassi e lo sono state, in anni precedenti, in Francia. Una simile relazione, anche se molto meno netta, sembra individuabile anche per la Germania, almeno fino all'avvento della fluttuazione. In alcuni casi queste relazioni possono dipendere dal fatto che i deflussi o gli afflussi di fondi (o le variazioni nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti) derivanti da fattori non monetari hanno fatto aumentare o diminuire l'esigenza dell'economia di ricorrere al credito del sistema bancario interno. Più spesso però sembra che tali relazioni inverse siano da attribuire all'incentivo ad afflussi o fuoruscite di fondi nascente da politiche monetarie interne nettamente più rigorose o più permissive di quelle seguite in altri paesi importanti.

L'impiego di obiettivi monetari: problemi e scelte.

Negli ultimi anni le autorità monetarie di numerosi paesi hanno adottato la prassi di fissare e rendere noti obiettivi ufficiali di espansione degli aggregati monetari. Stati Uniti, Germania, Svizzera e Canada seguono questa prassi dal 1975, mentre Francia e Regno Unito hanno reso note norme di questo tipo per la prima volta lo scorso anno. Nei Paesi Bassi le autorità hanno formulato un obiettivo di espansione monetaria espresso in termini del rapporto tra quest'ultima e il tasso di crescita del reddito nazionale netto.

La tabella che segue pone a confronto per ciascun paese l'obiettivo dichiarato con l'effettiva espansione della variabile nel più recente periodo concluso ed indica gli obiettivi per il periodo in corso.

Obiettivi monetari dichiarati e tassi effettivi di espansione degli aggregati monetari.

Paese	Aggregato monetario	Periodi	Obiettivo	Risultato effettivo
			Incremento percentuale	
Canada	M ₁	II/1975 — II/1976 febbraio-aprile 1976 — II/1977	10—15 8—12	12,0 ¹ .
Francia	M ₂	12 mesi fino al dicembre 1976 12 mesi fino al dicembre 1977	— 12,5 ²	12,8 .
Germania	Moneta della banca centrale	1975, media — 1976, media 1976, media — 1977, media	8,0 8,0	9,2 .
Regno Unito	Espansione del credito interno	12 mesi fino a metà aprile 1977 12 mesi fino a metà aprile 1978	£ 9,0 miliardi ² £ 7,7 miliardi ²	£ 4,2 miliardi .
	Massa monetaria in sterline (M ₂)	12 mesi fino a metà aprile 1977 12 mesi fino a metà aprile 1978	9—13 ³ 9—13 ³	7,5 .
Stati Uniti ⁴	M ₁	I/1976 — I/1977 I/1977 — I/1978	4,5—7,0 4,5—6,5	6,1 .
	M ₂	I/1976 — I/1977 I/1977 — I/1978	7,5—10,0 7,0—9,5	10,8 .
	M ₂	I/1976 — I/1977 I/1977 — I/1978	9,0—12,0 8,5—11,0	12,7 ⁴ .
	M ₁	1975, media — 1976, media 1976, media — 1977, media	6,0 5,0	8,0 .
Svizzera	M ₁	1975, media — 1976, media 1976, media — 1977, media	6,0 5,0	8,0 .

¹ Tasso di espansione dal II/1975 a febbraio-aprile 1976, periodo scelto per evitare l'influsso degli scioperi nel servizio postale. ² Limite superiore. ³ Limiti dichiarati compatibili con l'obiettivo fissato per l'espansione del credito interno. ⁴ Obiettivi intermedi. ⁵ Parzialmente stimato.

Negli Stati Uniti la Federal Reserve ha resi noti regolarmente gli intervalli di crescita posti come obiettivo per l'espansione di M_1 , M_2 e M_3 per periodi di dodici mesi, successivamente sfalsati di un trimestre solare. Gli intervalli di crescita contemplano un certo margine di errore e gli obiettivi possono essere variati nel corso del tempo per tener conto sia di un graduale rallentamento nel ritmo di inflazione sia di variazioni nelle preferenze del pubblico fra differenti tipi di attività monetarie. Al fine di mantenere l'espansione monetaria lungo la direttrice a medio termine così stabilita, nelle riunioni mensili del Comitato federale per le operazioni sul mercato aperto vengono fissati limiti di tolleranza a breve termine che servono di guida al System Account Manager nelle operazioni sul mercato. Questi limiti concernono periodi mobili di due mesi e riguardano la crescita media dei tre aggregati monetari e il tasso dei *federal funds*. L'importanza relativa attribuita al conseguimento degli obiettivi per i differenti aggregati è variata nel corso del tempo.

In Germania è stato fissato un obiettivo dell'8% all'espansione media annua della moneta della banca centrale sia nel 1976 sia nel 1977. Nell'annunciare l'obiettivo per il 1977 le autorità hanno dichiarato esplicitamente che, data la forte espansione della moneta della banca centrale alla fine del 1976, un aumento dell'8% su base media annua implica una crescita di appena il 6-7% nel corso dell'anno. In Germania è considerata moneta della banca centrale la moneta in circolazione più le riserve minime, calcolate sulla base di coefficienti di riserva invariati, che le banche debbono tenere a fronte delle passività verso i residenti. Per quanto figuri nel bilancio della Bundesbank, la moneta della banca centrale non può quindi essere controllata in modo preciso o diretto dalle autorità monetarie nel breve periodo. Essa risente invece degli interventi che incidono sulle riserve libere delle banche e sul costo del credito della banca centrale. In effetti, la moneta della banca centrale è una somma ponderata delle componenti dell'offerta di moneta in senso lato, in cui i pesi per la componente rappresentata dai depositi sono equivalenti ai coefficienti di riserva, i quali differiscono secondo il tipo di deposito in un modo che riflette, in certa misura, il rispettivo grado di liquidità. Finora gli obiettivi per l'anno, una volta stabiliti, non sono stati successivamente cambiati.

In Canada sono stati fissati intervalli di crescita per l'espansione di M_1 : una considerazione che ha pesato nella scelta di questo aggregato è che l'andamento degli altri aggregati dipende fortemente dalle variazioni nei differenziali dei tassi di interesse, in parte risultanti da fattori istituzionali che sfuggono al controllo diretto delle autorità nel breve periodo. Per ciascuno degli obiettivi finora annunciati, il limite inferiore dell'intervallo ha corrisposto al limite fissato per gli aumenti salariali nel quadro della politica governativa dei redditi del medesimo periodo, mentre quello superiore è stato fissato nella misura ritenuta necessaria ad assicurare un adeguato margine di manovra. Nel perseguimento del suo obiettivo, la Banca del Canada fa affidamento soprattutto sulla sua capacità di influenzare i tassi di interesse del mercato monetario. Anche in Svizzera la variabile scelta per l'obiettivo è M_1 , ma i valori fissati sono rimasti pressoché costanti nel tempo.

In Francia nel settembre del 1976 il Governo ha annunciato un limite superiore del 12,5% all'espansione di M_2 per il 1977, come parte di un programma di stabilizzazione che comprendeva, fra l'altro, provvedimenti per ridurre il disavanzo di bilancio e più severe limitazioni all'espansione del credito bancario. L'obiettivo era leggermente inferiore alla stima ufficiale dell'espansione del prodotto nazionale lordo

a prezzi correnti nel periodo 1976-77 e si è dimostrato molto vicino al tasso di espansione monetaria effettivamente registrato nel 1976. Nel Regno Unito il Cancelliere dello Scacchiere annunciava, nel luglio 1976, la fissazione di un tasso del 12 % all'espansione di M_3 per l'anno finanziario terminante nel marzo 1977, insieme a tagli nella spesa pubblica al fine di ridurre il fabbisogno di indebitamento del settore pubblico. La norma per l'espansione di M_3 è stata sostituita lo scorso dicembre da massimali all'espansione del credito interno, fissati, di concerto con il FMI, a £9,0 e 7,7 miliardi per i dodici mesi fino alla metà di aprile del 1977 e del 1978 rispettivamente. Date le ipotesi relative all'andamento della bilancia dei pagamenti, questi obiettivi erano considerati compatibili con un'espansione del 9-13 % di M_3 , ridefinita in modo da comprendere solo poste in sterline.

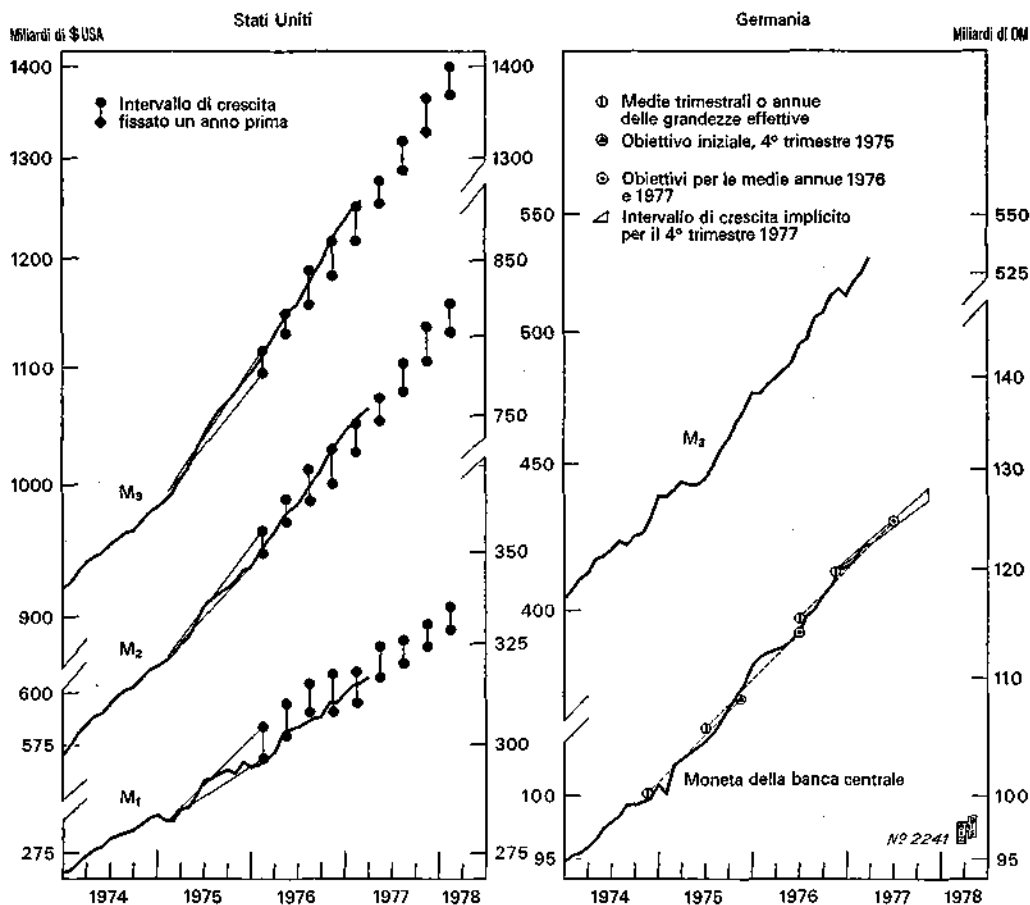
Nei Paesi Bassi le autorità hanno per molti anni attribuito importanza all'andamento di M_2 in relazione al reddito nazionale netto (il cosiddetto "quoziente nazionale di liquidità"). Tale rapporto è salito dal 37,5 al 41 % nel corso del 1976 e la banca centrale ha dichiarato che si dovrebbe perseguire quanto meno una riduzione di un punto percentuale in ciascun anno fino al 1980. A questo proposito si può inoltre ricordare che in Italia, d'intesa con il FMI, si è stabilito un limite circa l'espansione del credito sia bancario sia non bancario (lire 30.000 miliardi per i dodici mesi terminanti nel marzo 1978). Sulla base di ipotesi circa la bilancia dei pagamenti e l'acquisizione da parte dell'economia di attività non monetarie, da questo limite si può dedurre un obiettivo implicito per l'espansione della moneta.

Va infine osservato che, accanto a questi obiettivi noti, numerosi paesi europei e il Giappone formulano attualmente, come guida alla politica monetaria, obiettivi monetari e previsioni che non vengono pubblicati e ai quali si attribuisce un vario grado di importanza.

Risultati conseguiti e obiettivi a confronto. La tabella a pagina 65 raffronta l'espansione monetaria effettiva nei vari periodi considerati con gli obiettivi originali. Nel grafico che segue è riportato, per Stati Uniti e Germania, l'andamento dell'espansione monetaria rispetto agli obiettivi prefissati.

Per quanto l'espansione monetaria sia stata piuttosto moderata e costante in entrambi questi paesi, difficoltà tecniche nell'esercizio del controllo della moneta e l'esigenza di tener conto di altri obiettivi hanno fatto sì che talvolta la crescita della quantità di moneta si discostasse alquanto dalla direttrice. Negli Stati Uniti l'espansione di M_1 è caduta a volte al disotto del limite inferiore dell'intervallo prefissato, mentre quella di M_2 e di M_3 si è mossa tendenzialmente al di sopra del limite superiore. Sembra che a queste divergenze abbiano contribuito l'andamento dei nuovi depositi a risparmio negoziabili, i cambiamenti nella regolamentazione e flessioni relative nei tassi di interesse dei titoli a breve. In Germania i vincoli imposti dalla fluttuazione congiunta europea sembrano aver favorito un temporaneo gonfiamento delle riserve bancarie e, indirettamente, un'accelerazione nella crescita della moneta della banca centrale. Tuttavia le autorità, sebbene si fossero rese conto di questo andamento ancora nello stadio iniziale, si sono deliberatamente astenute dall'intervenire in senso più restrittivo. Anche in Svizzera le autorità hanno permesso che l'espansione di M_1 superasse un obiettivo che, se raffrontato al tasso di inflazione, poteva già considerarsi generoso. Tuttavia l'aumento rispecchiava, almeno in parte, un'accresciuta propensione a detenere attività liquide al decrescere dei tassi d'interesse: la crescita di M_2 è stata infatti molto moderata.

Stati Uniti e Germania:
obiettivi monetari ed espansione della moneta.



In Canada l'espansione di M_1 ha mostrato una persistente tendenza a scendere al di sotto del limite inferiore degli intervalli di crescita fissati, e le autorità hanno reagito abbassando progressivamente il saggio ufficiale di sconto. Nel Regno Unito l'espansione monetaria si era accelerata bruscamente nell'estate del 1976, ma quando il clima sul mercato dei titoli di Stato e dei cambi è mutato, l'espansione del credito interno ha cominciato a contrarsi e quella dell'offerta di moneta è rallentata sensibilmente. Per tutto il corso dei dodici mesi fino alla metà di aprile del 1977, l'espansione del credito interno si è mantenuta entro il limite fissato ed anche la crescita di M_3 in sterline è stata ben inferiore al limite più basso dell'intervallo prestabilito.

I problemi della fissazione di obiettivi. Sebbene un gran numero di banche centrali abbia ormai adottato il sistema di fissare norme per l'espansione degli aggregati monetari, ciascuna di esse ha sentito il bisogno di precisare, nell'annunciare o spiegare gli obiettivi fissati, che nella formulazione della politica monetaria avrebbe continuato a tener conto di un'ampia gamma di considerazioni diverse dalla espansione della massa monetaria. In realtà, questo approccio incontra difficoltà e limitazioni.

Ad esempio, nessun paese può controllare con precisione la crescita monetaria su base settimanale o anche mensile. Le fluttuazioni di breve periodo sono state

molto ampie nei paesi in cui le autorità hanno cercato di raggiungere il loro obiettivo soprattutto influenzando i tassi di interesse del mercato monetario e le riserve delle banche, così come nei paesi in cui si è fatto affidamento su controlli più o meno diretti del finanziamento del settore pubblico con mezzi monetari e del credito bancario all'economia. Nel breve periodo l'offerta di moneta può risentire in modo imprevedibile delle variazioni nei conti del Tesoro, nei pagamenti verso l'estero e nei saldi di compensazione. Le preferenze del pubblico fra contante e vari tipi di depositi bancari possono cambiare, come pure la propensione delle banche a detenere riserve libere o mutate. Improvvisi cambiamenti di clima sul mercato dei cambi, il profilarsi di perturbazioni sui mercati del credito al settore privato e variazioni nella propensione del pubblico ad acquisire titoli di Stato — soprattutto nei casi in cui i disavanzi del settore pubblico siano cronicamente elevati — possono compromettere il controllo delle autorità sull'evoluzione dell'offerta di moneta nel breve periodo e mettere addirittura in forse l'opportunità di esso.

Si sostiene spesso che ai fini della stabilizzazione o della riduzione dei tassi di inflazione, le inevitabili fluttuazioni di breve periodo nell'espansione monetaria possono non avere grande importanza. Tuttavia non è facile distinguere fra interferenze occasionali e l'inizio di una nuova tendenza. Inoltre, per quanto concerne i tassi di interesse e di cambio — d'importanza cruciale in un contesto inflazionistico — (vedasi Capitolo III) le autorità si trovano in una sorta di dilemma. I tentativi di mantenere l'espansione monetaria entro limiti ristretti nel breve periodo possono a volte dar luogo a forti fluttuazioni nei tassi di interesse e, di conseguenza, nei tassi di cambio. E' anche vero, comunque, che l'insuccesso delle autorità nel mantenere l'espansione monetaria in linea con gli obiettivi resi noti può esso stesso avere effetti destabilizzanti.

In un periodo di tempo leggermente più lungo, la velocità di circolazione della moneta in rapporto al reddito tende naturalmente a variare in modo sistematico con il ciclo economico. Ciò soprattutto perché le preferenze del pubblico per i differenti tipi di attività monetarie sono influenzate da differenze nei rendimenti, un fattore che, quando si fissano o si modificano gli obiettivi monetari, può in certa misura essere tenuto presente. Ma non del tutto, in quanto alcuni tassi di interesse sono fissati dagli usi, da accordi o da regolamentazioni e possono talora cambiare indipendentemente dalle condizioni monetarie.

Per di più, come conseguenza degli squilibri economici degli ultimi anni e per effetto stesso del nuovo rilievo dato alle politiche deliberatamente orientate alla manovra degli aggregati monetari, in molti paesi sembra esser divenuto più difficile prevedere la domanda di moneta. Va notato che i tentativi di ricondurre sotto controllo l'espansione dei maggiori aggregati monetari dopo la loro esplosione nel 1972-73 si sono associati in molti paesi ad una flessione eccezionalmente lenta, o addirittura ad un aumento nella velocità di circolazione della moneta in rapporto al reddito. Senza dubbio si trattava in certa misura di una reazione a precedenti flessioni nella velocità di circolazione, a loro volta ugualmente atipiche. Ciò considerato, ci si può chiedere se alcuni paesi non facciano attualmente troppo affidamento sulla capacità della velocità di circolazione di aumentare ciclicamente e di contribuire in tal modo a finanziare la ripresa produttiva. Si è già sottolineato in particolare che, pur tenendo conto della prevedibile inflazione futura, gli attuali tassi di interesse a lungo termine in alcuni paesi con moderati tassi di inflazione paiono insolitamente elevati, e che ciò può essere un fattore tendente a ritardare la ripresa degli investimenti.

Secondo una tesi, l'adozione di politiche monetarie leggermente meno restrittive in questi paesi avrebbe potuto consentire una riduzione dei tassi di interesse reali. Secondo un'altra tesi, invece, politiche meno restrittive di quelle seguite avrebbero avuto minor successo nell'attutire le aspettative inflazionistiche e avrebbero semplicemente ostacolato la flessione dei tassi di interesse nominali.

La relazione fra l'espansione dei vari aggregati monetari da un lato, e gli andamenti del livello dei prezzi e dell'attività economica dall'altro, può anche cambiare in seguito a evoluzioni e innovazioni nella struttura del sistema finanziario. Per esempio, il fatto che negli ultimi anni le banche siano state più disposte a dotare i depositi fruttiferi della possibilità di trasferimento di fondi, sembra aver accelerato, in alcuni paesi, la velocità di circolazione di M_1 . In linea di principio, i problemi connessi al variare della relazione fra i vari tipi di attività finanziarie possono in buona parte essere evitati scegliendo un aggregato molto ampio come variabile di obiettivo, per quanto in tal modo si possano adottare obiettivi che in certa misura sfuggono all'influsso delle autorità. Per di più, anche un aggregato di questo tipo risentirà di spostamenti nella preferenza del pubblico fra il risparmio bancario e l'acquisto di titoli.

Norme per l'espansione del credito interno. Per diversi fondati motivi, negli ultimi anni si è prestata più attenzione all'andamento dell'offerta di moneta che alle variazioni nel credito bancario complessivo. Tuttavia, in talune circostanze esistono valide ragioni per tenere sotto controllo anche l'andamento delle attività complessive del sistema. Prescindendo dalle variazioni nelle passività non monetarie delle banche, la differenza tra la variazione del credito bancario e quella dell'offerta di moneta in senso lato riflette soprattutto le variazioni nella posizione sull'estero del sistema bancario o, più in generale, il saldo globale verso l'estero dell'economia.

In effetti, le norme applicate agli ampi aggregati del credito bancario sono per molti aspetti simili a quelle relative alla crescita nell'offerta di moneta, ma includono anche gli effetti degli impulsi monetari interni che si ripercuotono sulla posizione esterna senza influenzare l'espansione interna della moneta. Nei casi in cui le autorità intervengono per sostenere il tasso di cambio, l'espansione del credito interno è una variabile di controllo più importante dell'offerta di moneta. Norme restrittive per l'espansione del credito interno possono essere particolarmente opportune per i paesi che hanno bisogno di dare priorità alla correzione di disavanzi verso l'estero. Poiché il finanziamento all'estero del settore pubblico può contribuire a sostenere il tasso di cambio e a fornire impulsi monetari espansivi alla stessa stregua dell'impiego di riserve valutarie ufficiali, potrebbe essere opportuno includerlo nell'espansione del credito interno, seguendo l'esempio del Regno Unito. La differenza tra le variazioni nell'espansione del credito interno e quelle nella massa monetaria rispecchierà allora, dal lato esterno, il saldo delle partite correnti più i flussi netti di capitali privati.

L'utilità delle norme monetarie. L'adozione da parte delle banche centrali dell'approccio di politica monetaria basato sulla fissazione di norme sembra essere motivata non tanto da finalità a breve termine, bensì dalla consapevolezza che nel più lungo periodo i tassi di espansione della moneta tendono ad essere strettamente correlati ai tassi di inflazione.

Inoltre, in un contesto inflazionistico i tassi di interesse nominali sono diventati chiaramente inattendibili come indicatori di un indirizzo di politica monetaria, ed è stato rilevato che l'andamento degli aggregati monetari potrebbe fornire un utile

parametro persino in quei paesi in cui i tassi di interesse hanno continuato a rappresentare il principale strumento tattico della politica monetaria.

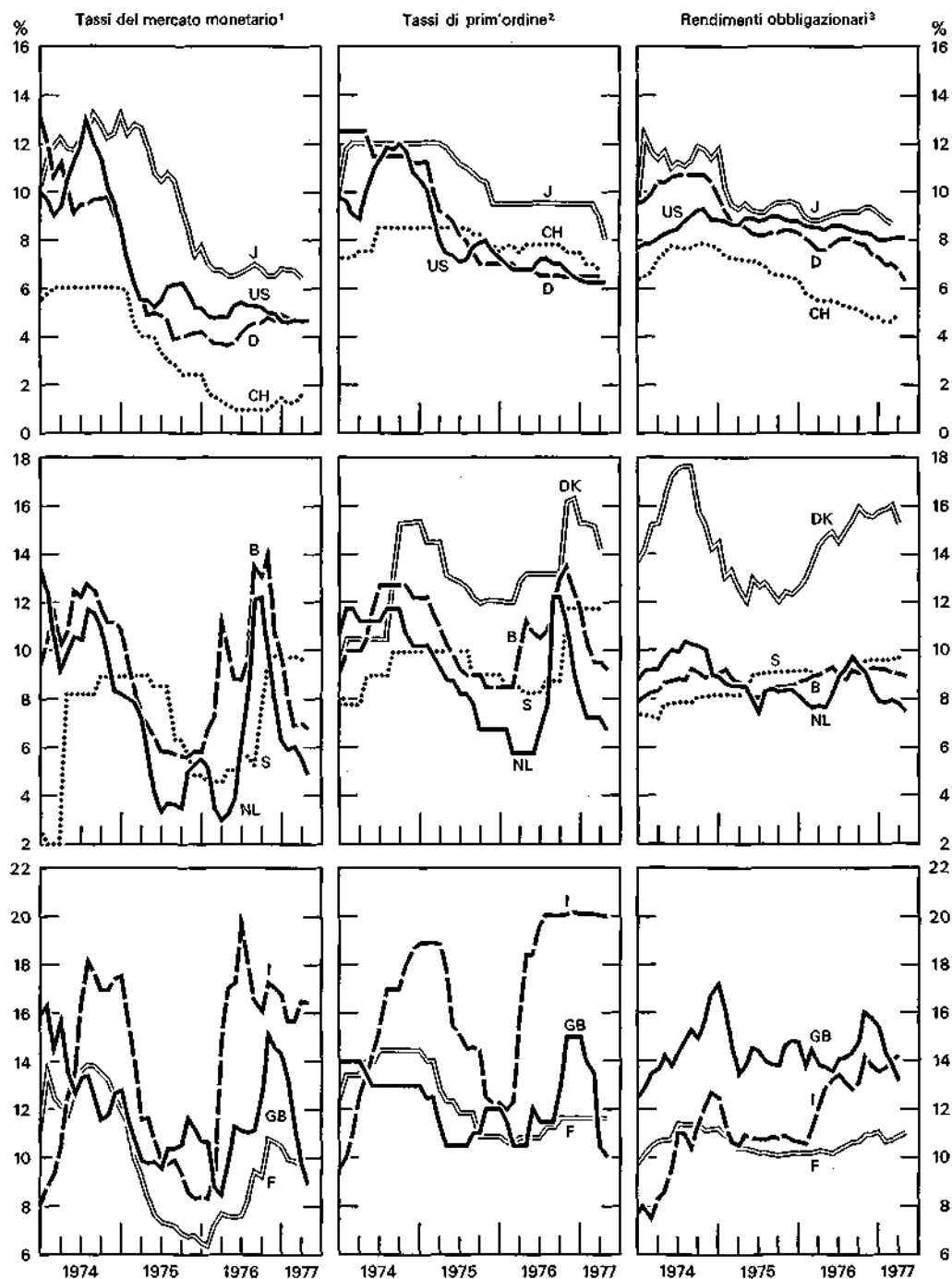
Altrettanto importante è il fatto che la dichiarazione di obiettivi di espansione monetaria ha anche dato modo alle autorità monetarie in diversi paesi di esercitare maggiore influenza sulle fonti di creazione della moneta e di portare a conoscenza del pubblico la loro ferma intenzione di ridurre i tassi di inflazione. Le politiche orientate verso il controllo degli aggregati monetari pare siano state particolarmente efficaci nel ridurre i tassi di inflazione negli Stati Uniti, in Germania e in Svizzera. In Germania, ad esempio, siffatti obiettivi avrebbero esercitato un'azione moderatrice sulle rivendicazioni salariali in sede di rinnovo dei contratti annuali e, più di recente, l'adozione di norme monetarie in Francia e nel Regno Unito pare abbia contribuito a manifestare la determinazione delle autorità di ridurre il disavanzo del settore pubblico. Negli anni recenti le previsioni di un aumento nel livello generale dei prezzi hanno naturalmente svolto a tutti i livelli un ruolo di crescente rilievo nella formazione dei salari e dei prezzi. In tali circostanze, gli obiettivi monetari potrebbero contribuire in maniera utile e alquanto diretta a moderare le aspettative inflazionistiche. Essi sono anche serviti a porre in rilievo le conseguenze, in termini di produzione e disoccupazione, di aumenti dei salari e dei prezzi al di là dei limiti compatibili con gli obiettivi medesimi.

D'altra parte l'esperienza ha anche dimostrato che molte economie, e in particolare quelle più aperte e con posizioni sull'estero vulnerabili, dovrebbero prestare particolare attenzione non soltanto all'espansione dell'offerta di moneta, ma anche ad altri indicatori, compresa l'espansione del credito interno. Mentre il rischio di tensioni sul mercato dei cambi può essere considerevolmente ridotto dall'impegno posto nell'attenersi a norme monetarie restrittive, molti paesi ritengono anche utile influire direttamente sui differenziali dei tassi di interesse. Tuttavia, per essere efficace, il differenziale dovrebbe essere tanto ampio da tener conto delle differenze tra i tassi di inflazione attesi nei vari paesi. Ma anche così non si possono escludere situazioni di crisi, dato che i mercati dei cambi risentono di una vasta gamma di fattori a breve termine. In tali circostanze, alcuni paesi hanno trovato vantaggioso, tutto sommato, incoraggiare temporaneamente livelli assai elevati dei tassi di interesse interni.

I tassi di interesse.

Nei paesi ad economia forte i tassi di interesse, dopo un brusco calo nel 1975, sono in genere ulteriormente diminuiti lo scorso anno, risentendo della pausa nella ripresa economica, dell'attenuazione delle aspettative inflazionistiche e dell'indirizzo generalmente permissivo della politica monetaria. I tassi del mercato monetario hanno fluttuato entro margini ristretti ed i loro movimenti, che non sono stati coordinati tra i vari paesi, hanno in larga misura rispecchiato cambiamenti nell'indirizzo di politica monetaria. Negli Stati Uniti una tendenza al ribasso è stata temporaneamente interrotta nella primavera, quando la Federal Reserve è intervenuta per rallentare la crescita dell'offerta di moneta. I tassi a breve hanno ripreso a salire all'inizio del 1977, in parte come conseguenza del rafforzamento della ripresa economica. In Germania il tasso interbancario a tre mesi ha toccato un minimo agli inizi del 1976, ma è risalito di circa un punto percentuale tra aprile e luglio, in seguito ai provvedimenti presi per

Tassi di interesse a breve ed a lungo termine.



N° 2228

Nota: B = Belgio, DK = Danimarca, F = Francia, D = Germania, J = Giappone, I = Italia, NL = Paesi Bassi, GB = Regno Unito, US = Stati Uniti, S = Svezia, CH = Svizzera.

¹ Tassi rappresentativi (per gli Stati Uniti, federal funds; per il Giappone, denaro a vista; per la Francia, denaro alla giornata; per l'Italia, depositi interbancari a vista; per gli altri paesi, titoli del mercato monetario a tre mesi).

² Tassi minimi applicati dalle banche commerciali sui crediti di cassa a clienti di prim'ordine (per la Danimarca, media dei tassi attivi; per la Germania, valore inferiore della gamma di tassi sulle aperture di credito di elevato importo).

³ Tassi rappresentativi (per gli Stati Uniti, obbligazioni di società Aaa; per la Danimarca, principalmente cartelle fondarie; per il Belgio, i Paesi Bassi ed il Regno Unito, titoli di Stato a lungo termine; per gli altri paesi, vari altri titoli obbligazionari del settore pubblico).

ridurre la liquidità bancaria. In Giappone il tasso del denaro a vista è temporaneamente salito durante l'estate e nuovamente verso il volgere dell'anno, per poi tornare a scendere nella primavera. Negli Stati Uniti i tassi per i crediti bancari di prim'ordine sono aumentati per breve tempo nell'estate del 1976, in sintonia con i tassi del mercato monetario, ma poi si sono di nuovo ridotti e non sono stati aumentati fino al maggio 1977. In Germania la gamma inferiore dei tassi per le aperture di credito di elevato importo è diminuita nella primavera del 1976, rimanendo in seguito quasi invariata. In Giappone i tassi minimi praticati dalle banche sugli scoperti di conto, che sono collegati al saggio di sconto, non hanno subito variazioni nel 1976, ma sono stati abbassati nella primavera del 1977. Le fluttuazioni dei tassi a breve hanno influenzato in misura assai modesta i rendimenti sul mercato finanziario, che hanno manifestato una tendenza al ribasso in tutti i paesi.

Un aspetto inconsueto della situazione negli Stati Uniti, in Germania e in Giappone è stato il protrarsi a lungo del declino dei tassi di interesse durante una fase di ripresa congiunturale. I tassi sia a breve che a lungo termine si trovano nella maggior parte dei casi ancora a livelli nettamente inferiori a quelli raggiunti all'inizio della fase di espansione. La debolezza della ripresa può essere stata certamente una causa, tuttavia questo andamento rispecchia soprattutto la progressiva correzione verso il basso delle aspettative inflazionistiche con il calare dei tassi correnti di inflazione.

In diversi altri paesi la dinamica dei tassi d'interesse a breve è stata dominata dall'andamento del mercato dei cambi e dagli sforzi delle autorità volti a difendere le proprie monete dal deprezzamento.

Tra i paesi del "serpente", le cui monete sono state toccate in modo assai differente dalla crisi del marzo 1976, in Belgio e nei Paesi Bassi i tassi del mercato monetario si sono mossi in opposte direzioni nel periodo tra gennaio e giugno. Durante la crisi di autunno, peraltro, quando entrambe le monete erano temporaneamente sulla difensiva, i tassi del mercato monetario sono saliti nei due paesi a livelli assai vicini alle loro punte massime della metà del 1974. In seguito essi sono calati rapidamente e nella primavera del 1977 erano pressoché allo stesso livello dei primi mesi del 1976. Nei Paesi Bassi, ad esempio, il tasso sui prestiti del Tesoro agli enti locali si aggirava nell'aprile 1977 intorno al 4,9% su base media mensile; nel corso del 1976 ha toccato un minimo del 3% in marzo e un massimo di oltre il 12% in settembre. Anche in Danimarca e Svezia i tassi di interesse sono fortemente saliti durante la crisi di settembre, ma da allora si sono mossi al ribasso.

Nel Regno Unito i tassi del mercato monetario sono scesi all'incirca di 3 punti tra l'ottobre 1975 e il marzo 1976, ma sono risaliti di quasi altrettanto tra aprile e maggio e di altri 1-2 punti in settembre. Dopo un'ulteriore rapida ascesa, il tasso interbancario a tre mesi ha raggiunto il 15,2% alla fine di ottobre. In seguito vi è stata un'inversione di tendenza e, sebbene le autorità abbiano in parte contrastato la flessione dei tassi di mercato, il denaro a tre mesi veniva trattato ad appena l'8,75% alla fine dell'aprile 1977. In Italia, i tassi di interesse a breve sono saliti molto bruscamente tra gennaio e giugno: il tasso interbancario è infatti balzato dall'8,3 al 19,7%. Successivamente si è avuto un calo, peraltro modesto e irregolare. In Francia le oscillazioni nel corso dell'anno sono state molto meno accentuate: il tasso del denaro alla giornata è stato trascinato verso l'alto, in concomitanza di vari periodi di debolezza esterna, da circa il 6% in gennaio a circa il 10% in dicembre. Agli inizi del 1977 era tuttavia evidente un certo declino.

Nella maggior parte di questi paesi i tassi praticati dalle banche alla clientela di prim'ordine hanno seguito un andamento irregolare, alquanto simile a quello dei tassi del mercato monetario, sebbene le oscillazioni siano state ovviamente di minore ampiezza. Un'eccezione di rilievo è stata l'Italia dove il tasso attivo di prim'ordine è balzato dal 12% in febbraio al 20% in luglio, mantenendosi poi attorno o sopra questo livello nella primavera di quest'anno. Un'eccezione diversa è stata la Francia dove, per motivi di politica economica interna, l'aumento dei tassi bancari attivi è stato mantenuto entro limiti assai modesti, anche se pare che ciò abbia avuto un influsso negativo sulla redditività delle banche. In Belgio, nei Paesi Bassi e nel Regno Unito agli inizi del 1977 i tassi di prim'ordine erano all'incirca ritornati ai livelli di un anno prima.

In Italia, Danimarca e Paesi Bassi i rendimenti obbligazionari sono considerevolmente aumentati nell'insieme dell'anno, mentre nel Regno Unito si è registrato un aumento di breve durata nella seconda metà dell'anno. In Francia e in Belgio i tassi a lungo termine hanno scarsamente reagito alle oscillazioni dei tassi del mercato monetario, ma nel complesso hanno segnato un leggero aumento.

Non è possibile valutare la congruità dei tassi di interesse di un paese, né dal punto di vista interno, né da quello internazionale, senza tener conto del rispettivo tasso atteso di inflazione. Sul piano interno, se i tassi di interesse sono troppo bassi in rapporto all'inflazione attesa, quest'ultima tende a perdurare insieme con tutti i suoi effetti deprimenti sull'attività economica, come si è detto nel Capitolo III. Sul piano esterno, si creerà un incentivo al deflusso di fondi, in parte a causa del fatto che le aspettative circa i movimenti del tasso di cambio sono strettamente legate ai tassi relativi di inflazione. Nei paesi in cui i tassi di inflazione permangono elevati, programmi attendibili di restrizioni monetarie dovrebbero creare le premesse per un ritorno ad un livello più normale dei tassi di interesse nominali, ma solo nella misura in cui le aspettative inflazionistiche siano corrette verso il basso.

V. GLI SCAMBI E I PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Nel 1976, nonostante il perdurare degli ampi squilibri nei pagamenti internazionali che avevano caratterizzato i due precedenti anni, sono emersi alcuni sviluppi incoraggianti sia nell'andamento degli scambi internazionali sia nelle bilance dei pagamenti di alcuni paesi. In primo luogo, la ripresa nei paesi industriali ha dato nuovo impulso allo sviluppo del commercio mondiale. Tale sviluppo è stato particolarmente sostenuto durante il primo semestre del 1976 e sta ancora procedendo a ritmo soddisfacente rispetto ai parametri storici, nonostante la cadenza moderata dell'espansione economica in tempi più recenti. In secondo luogo, alcuni importanti aggiustamenti sono intervenuti nelle posizioni delle bilance dei pagamenti di singoli paesi ed altri probabilmente seguiranno nel corso del 1977. Da ultimo, non meno rilevante è il fatto che, nonostante i problemi incontrati da taluni paesi, non pare vi siano state grosse difficoltà nel finanziamento dei persistenti squilibri.

Sono trascorsi ormai più di tre anni da quando gli aumenti di prezzo del petrolio, nell'inverno 1973-74, hanno messo in moto il grande sconvolgimento della struttura mondiale delle bilance dei pagamenti. La parte finale di questo capitolo riassume gli eventi degli ultimi tre anni e analizza le possibilità di un aggiustamento per i principali gruppi di paesi con squilibri nei pagamenti.

Il commercio mondiale.

Il 1976 è stato un anno di rapida espansione degli scambi mondiali. La crescita, favorita da una domanda dei paesi industriali che ha agito da principale forza motrice, è stata dell'11,5 % in termini reali: un capovolgimento abbastanza sensazionale rispetto alla contrazione del 4,5 % registrata nel 1975. In termini di valore il contrasto tra i due anni è meno marcato, in quanto il prezzo medio delle merci oggetto di scambi internazionali è aumentato in termini di dollari solo dell'1 % nel 1976, a fronte dell'8 % nel 1975; nondimeno, l'aumento di \$ 106 miliardi nel valore in dollari degli scambi mondiali è stato di una volta e mezzo superiore a quello del 1975, ed ha portato il fatturato complessivo del commercio mondiale quasi al livello di \$ 1.000 miliardi. Osservando l'andamento nel corso dell'anno, la crescita nel volume degli scambi è stata soprattutto rapida durante il primo semestre, allorché ha raggiunto un tasso annuo del 14 % ma, pur risentendo del rallentamento dell'espansione nei paesi industriali, è rimasta soddisfacente anche nei successivi sei mesi, per i quali il tasso di crescita è stato dell'8 % su base annua, ovvero uguale al tasso medio degli anni Sessanta.

La ripresa congiunturale nei *paesi sviluppati* (descritta nel Capitolo II) si è accompagnata ad una forte domanda di importazioni. Tra il secondo semestre del 1975 e il primo del 1976, la produzione industriale in quest'area è aumentata ad un tasso annuo del 15 %, contribuendo ad alimentare una crescita ancor più rapida delle importazioni; anche nel secondo semestre, nonostante una brusca caduta nel tasso di espansione industriale, la domanda di importazioni è rimasta sostenuta, continuando

Commercio mondiale.

Aree	Esportazioni (fob)				Importazioni (cif)			
	1975	Anno	1° semestre	2° semestre	1975	Anno	1° semestre	2° semestre
	miliardi di dollari USA; indici del volume (1974 = 100)							
Paesi sviluppati								
Europa occidentale:								
Paesi CEE	295,0	323,3	156,3	167,0	297,9	337,2	163,9	173,3
Altri paesi	70,1	76,5	37,3	39,2	97,9	104,3	49,9	54,4
Totale	365,1 (94,7)	399,8 (105,2)	193,6 (104,2)	206,2 (106,1)	395,8 (94,8)	441,5 (106,8)	213,8 (106,0)	227,7 (107,6)
Stati Uniti	107,6	115,0	57,0	58,0	103,4	129,6	61,0	68,6
Canada	33,8	40,2	20,0	20,2	36,4	40,6	20,8	19,8
Giappone	55,8	67,3	30,8	36,5	57,9	64,8	30,7	34,1
Altri paesi ¹	24,8	26,1	12,7	13,4	26,7	27,0	13,5	13,5
Totale paesi sviluppati	587,1 (96,4)	648,4 (106,8)	314,1 (105,3)	334,3 (108,2)	620,2 (92,5)	703,5 (104,8)	339,8 (102,5)	363,7 (107,1)
Paesi in via di sviluppo								
OPEC ²	111 (85)	133 (97)	62 (90)	71 (103)	54 (144)	68 (177)	31 (163)	37 (191)
Altri paesi	97 (103)	111 (109)	53 (108)	58 (110)	131 (95)	135 (96)	66 (97)	69 (95)
Totale paesi in via di sviluppo	208 (97)	244 (106)	115 (103)	129 (108)	185 (106)	203 (115)	97 (112)	106 (119)
Paesi ad economia pianificata ³	85	94	44	50	100	104	51	53
Totale generale ⁴	880 (96)	986 (106)	473 (104)	513 (108)	905 (95)	1.011 (107)	488 (105)	523 (109)

¹ Australia, Israele, Nuova Zelanda e Sud Africa. ² Algeria, Ecuador, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti e Venezuela. ³ Bulgaria, Cecoslovacchia, Repubblica democratica tedesca, Repubblica popolare cinese, Ungheria, Polonia, Romania e URSS. ⁴ L'indice del volume esclude i paesi ad economia pianificata.

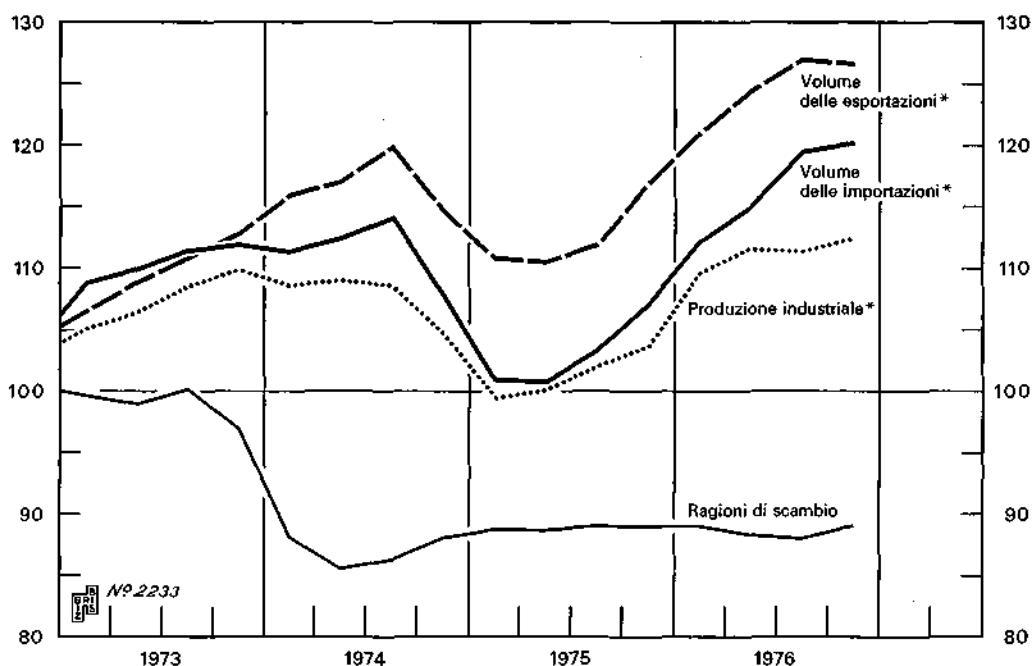
ad aumentare ad un tasso annuo dell'11 %. Ciò si spiega in parte con il fatto che è continuata la ricostituzione delle scorte, anche se meno rapidamente che attorno al punto di svolta del ciclo, e in parte con le importazioni cautelative di petrolio in vista dell'incremento di prezzo di fine anno. Complessivamente nel 1976 il volume delle importazioni dei paesi sviluppati è aumentato di oltre il 13 %, mentre la loro produzione industriale è cresciuta del 10 %.

Per numerosi paesi sviluppati i tassi di espansione delle importazioni, di seguito indicati tra parentesi, sono stati più che doppi rispetto ai tassi di crescita della produzione industriale. Ciò vale non solo per i paesi con economie in espansione, come Stati Uniti ed Austria (23 % ciascuno), Francia (21 %), Germania (16,5 %) e Australia (13 %), ma anche per altri la cui situazione economica era stagnante, quali Svizzera (13,5 %), Svezia (7 %) e Regno Unito (6 %). Tra i paesi maggiori la sola eccezione all'andamento generale è stato il Giappone il cui tasso di espansione delle importazioni, pari al 10,5 %, è rimasto inferiore al tasso di crescita della produzione industriale. Tra i paesi sviluppati minori, alcuni, come la Finlandia, il Sud Africa e la Jugoslavia, che stavano cercando di ridurre il proprio disavanzo corrente, hanno registrato flessioni nel volume delle importazioni.

L'altro principale fattore di espansione del commercio mondiale nel 1976 è stata la domanda di importazioni dei paesi OPEC, aumentata del 23 % in termini reali.

**Paesi sviluppati:
produzione industriale, volume del commercio con l'estero e
ragioni di scambio, 1973-76.**

Indici trimestrali: 2° semestre 1972=100.



* Dati destagionalizzati.

Sebbene questo dato rappresenti una forte decelerazione rispetto al 1974 e 1975, l'aumento di \$14 miliardi in termini di valore è quasi uguale a quello del 1974 ma inferiore di un terzo a quello del 1975. Inoltre, il forte aumento dei proventi del petrolio nel secondo semestre del 1976 si è accompagnato ad un nuovo rafforzamento della domanda di importazione dell'OPEC, che pare sia proseguito nei primi mesi di quest'anno. Nel 1976 Stati Uniti, Giappone e Germania hanno continuato a dominare il mercato dell'OPEC, fornendo quasi il 60% del valore in dollari delle importazioni provenienti dal Gruppo dei Dieci e dalla Svizzera. Comunque i risultati migliori nell'acquisizione di quote di mercato sono stati conseguiti da Germania, Svezia e Svizzera, soprattutto a spese del Giappone e della Francia.

Ai fattori espansivi ora descritti ha fatto riscontro una debole domanda di importazioni dei paesi in via di sviluppo non petroliferi e - nei loro rapporti di scambio con quelli sviluppati - dei paesi ad economia pianificata. Sui primi ha continuato a gravare pesantemente l'esigenza di ridurre i disavanzi con l'estero; tuttavia il recupero nei proventi delle loro esportazioni ha fatto sì che l'onere dell'aggiustamento non gravasse più interamente sull'espansione interna e sulle importazioni. Pertanto, invece di agire in senso negativo sull'andamento del commercio mondiale, come era avvenuto nel 1975 con una contrazione in valore del 5%, le loro importazioni hanno registrato lo scorso anno un leggero aumento.

Nei paesi ad economia pianificata dell'Europa orientale, diversi anni di rapida espansione nelle importazioni dalle economie industriali dell'Occidente avevano prodotto una forte dilatazione dei disavanzi nei confronti di quest'ultime. Nel 1976

vincoli di ordine finanziario hanno portato ad un'inversione di tendenza, e diversi paesi — Bulgaria, Ungheria, Polonia e Romania — hanno ridotto il valore delle loro importazioni dall'Occidente. Per contro, gli acquisti della Repubblica democratica tedesca nei paesi occidentali sono aumentati quasi altrettanto rapidamente che nel 1975, nonostante il disavanzo di questo paese. Inoltre, l'URSS, che fruisce di una maggiore flessibilità dal lato delle esportazioni grazie al petrolio, e la Cecoslovacchia, il cui indebitamento verso l'estero è relativamente modesto, hanno consentito un ulteriore aumento delle proprie importazioni. Per il complesso delle economie dell'Europa orientale, nel 1976 il valore delle importazioni dai paesi sviluppati è ammontato a \$28 miliardi, con un incremento inferiore al 3 %, che in termini reali potrebbe equivalere ad una contrazione. Tra i paesi dell'Europa orientale, nel 1976 il valore in dollari dell'interscambio si stima sia aumentato del 10 % circa, cioè molto meno che nel 1975. Ciò va attribuito soprattutto al fatto che i prezzi, specie delle materie prime e dei combustibili, sono aumentati in misura molto minore. Lo scorso anno una riduzione ancora maggiore delle importazioni dai paesi sviluppati occidentali è stata attuata in Cina; in valore esse hanno appena superato i \$4 miliardi, riducendosi quindi di quasi un quarto.

Anche dal lato delle esportazioni, l'andamento del 1976 ha ampiamente rispecchiato la ripresa industriale; la domanda di importazioni che essa ha suscitato è stata in buona parte soddisfatta dagli stessi paesi sviluppati, ma anche la domanda di materie prime e di combustibili è stata considerevolmente maggiore. Le esportazioni complessive dei paesi sviluppati sono aumentate dell'11 % in volume, un po' meno quindi delle loro importazioni. Sebbene questi paesi, considerati come gruppo, abbiano esercitato una netta influenza espansiva sul resto del mondo, per molti di essi, considerati singolarmente, è vero il contrario. Per alcuni, come Canada, Regno Unito e, tra i minori, Finlandia, Israele, Nuova Zelanda e Jugoslavia, ciò è dipeso in parte dall'impatto del processo di aggiustamento sulle importazioni; in Giappone, per contro, il fattore principale è stato l'aumento del 23 % nel volume delle esportazioni. Pertanto, nell'ambito dell'area dei paesi sviluppati, l'impulso espansivo netto al commercio mondiale è stato impartito da un gruppo piuttosto limitato di importanti paesi, tra cui gli Stati Uniti — le cui esportazioni sono aumentate solo del 3,5 % — la Francia, la Germania e l'Italia.

In tutti gli altri principali gruppi di paesi si è riscontrata una sostenuta domanda industriale di materie prime e combustibili. Nel 1976 il volume delle esportazioni dei paesi in via di sviluppo non petroliferi è aumentato del 6 %, proseguendo la ripresa già iniziata nel secondo semestre dell'anno precedente. Anche la domanda di petrolio si è rafforzata, e le esportazioni dell'OPEC hanno segnato un incremento del 13 %. Alla base dell'aumento vi sono due importanti fattori: un forte aumento degli acquisti degli Stati Uniti, dal momento che la loro produzione è ancora diminuita, e ingenti consegne di petrolio verso la fine dell'anno in vista di aumenti nei prezzi dell'OPEC. I paesi ad economia pianificata hanno migliorato la loro prestazione come esportatori sia di materie prime sia di manufatti; l'URSS, ad esempio, ha accresciuto il volume delle sue esportazioni di petrolio ai paesi non comunisti addirittura del 44 %. Complessivamente i paesi dell'Europa orientale hanno aumentato del 16 % il valore delle loro vendite ai paesi sviluppati ad economia di mercato, per un totale di quasi \$20 miliardi, il che implica anche un rilevante aumento in volume.

Nel 1976 il rialzo assai modesto dei prezzi medi in dollari delle merci oggetto di scambi internazionali è stato motivato da una serie di fattori, tra cui il permanere di

capacità produttiva non utilizzata nell'industria manifatturiera, l'andamento dei raccolti in generale favorevole e il migliore andamento complessivo del dollaro sui mercati dei cambi. Quest'ultimo fatto ha in certa misura sminuito il rincaro delle merci scambiate lo scorso anno, in quanto i dati in dollari rispecchiano solo parzialmente il continuo aumento dei prezzi in moneta nazionale delle esportazioni di molti paesi.

Lo scorso anno la complessiva stabilità dei prezzi delle merci ha mascherato diverse variazioni nei prezzi relativi e quindi nelle ragioni di scambio di vari paesi o gruppi di paesi. In effetti, la ripresa industriale si è accompagnata ad un rialzo dei prezzi delle materie prime che ha comportato per il 1976 un aumento del 18% nell'indice in dollari dell'Economist. Peraltro le quotazioni a pronti delle materie prime riflettono solitamente transazioni marginali, e i prezzi all'esportazione dei paesi produttori di materie prime diverse dal petrolio sono cresciuti in media di un più modesto 7,5%. I prezzi del petrolio sono aumentati sull'anno precedente del 6%, da un lato in seguito al rincaro deciso dall'OPEC nell'ottobre 1975 e dall'altro per effetto di una più sostenuta domanda che ha sospinto il prezzo di mercato da uno sconto ad un premio sul prezzo di riferimento. In complesso, nel 1976 gli andamenti dei prezzi hanno comportato una perdita modesta nelle ragioni di scambio dei paesi sviluppati. Le variazioni più rilevanti sono state i deterioramenti del 10 e del 7% per Sud Africa e Spagna e miglioramenti compresi tra il 5 e il 7% per Svizzera, Nuova Zelanda e Irlanda. Per converso, le ragioni di scambio dei paesi in via di sviluppo non petroliferi sono migliorate del 5% — recuperando meno di un terzo del deterioramento registrato nel 1974 e nel 1975 — e quelle dell'OPEC del 3,5%, contrariamente all'opinione che il potere di acquisto degli introiti di questi paesi sia considerevolmente calato nel 1976.

Le bilance dei pagamenti.

Nel 1976 la situazione mondiale delle bilance delle partite correnti è stata dominata da due sviluppi: un aumento dell'avanzo di parte corrente dell'OPEC da \$35 a 45 miliardi; e una ridistribuzione del disavanzo globale del resto del mondo. In particolare, il deficit complessivo dei paesi sviluppati è salito da \$12 a 29 miliardi, mentre quello dei paesi in via di sviluppo non petroliferi è diminuito di \$12 miliardi scendendo da \$32 a 20 miliardi, ed infine quello dei paesi ad economia pianificata, a giudicare dal loro saldo commerciale, è calato a circa \$5 miliardi in seguito ad una contrazione di \$4 miliardi.

Nell'ambito di questi vari gruppi, i risultati conseguiti hanno presentato ancora ampie differenze. L'accresciuta domanda di petrolio da parte dei paesi industriali, unitamente all'ulteriore rincaro di esso, ha fatto sì che tra i paesi OPEC l'avanzo complessivo fosse più uniformemente distribuito che nel 1975; solo l'Algeria e l'Indonesia hanno registrato significativi disavanzi di parte corrente. Una quota rilevante del saldo attivo delle partite correnti per l'insieme dei paesi OPEC va ancora una volta ascritta ai paesi con bassa capacità di importazione (Arabia Saudita, Kuwait ed Emirati Arabi Uniti); ma anche diversi paesi con maggiore capacità di importazione — tra cui Algeria, Iran, Iraq e Libia — hanno migliorato lo scorso anno la posizione delle loro partite correnti. Per contro, in Indonesia, Nigeria e Venezuela la spesa addizionale per importazioni ha sopravanzato l'incremento degli introiti derivanti dal petrolio.

Nel gruppo dei *paesi sviluppati*, i tre quarti dell'aumento di \$17 miliardi nel disavanzo globale di parte corrente vanno ascritti agli Stati Uniti, il cui saldo attivo di \$11,7 miliardi nel 1975 ha ceduto il passo ad un leggero disavanzo. Un'ulteriore riprova del miglior equilibrio tra i paesi del Gruppo dei Dieci si è avuta nella riduzione di quasi \$1 miliardo del saldo attivo della Germania, nella trasformazione dell'avanzo dell'UEBL in leggero disavanzo e nella contrazione dei disavanzi del Regno Unito e, in misura più modesta, del Canada. E' invece aumentato da \$2,3 a 11,1 miliardi il deficit cumulativo di Francia, Italia e Svezia. Più di recente nei primi due paesi si sono manifestati sintomi di miglioramento, mentre dall'inizio del 1977 il Regno Unito è più o meno in pareggio e il disavanzo canadese si è ulteriormente ridotto.

Transazioni internazionali di parte corrente.¹

Paesi ed aree	Saldo commerciale (fob)			Saldo dei servizi e dei trasferimenti			Saldo delle partite correnti		
	1974	1975	1976	1974	1975	1976	1974	1975	1976
miliardi di dollari USA									
Paesi sviluppati									
Canada	1,7	- 0,6	1,2	- 3,2	- 4,3	- 5,6	- 1,5	- 4,9	- 4,4
Francia	- 3,9	1,5	- 4,4	- 2,0	- 1,5	- 1,3	- 5,9	0	- 5,7
Germania	22,2	17,7	16,4	-12,4	-13,8	-13,4	9,8	3,9	3,0
Giappone	1,4	5,0	9,9	- 6,1	- 5,7	- 6,2	- 4,7	- 0,7	3,7
Italia	- 8,5	- 1,2	- 4,0	0,5	0,5	1,1	- 8,0	- 0,7	- 2,9
Paesi Bassi	0,7	1,0	1,2	1,3	0,6	1,2	2,0	1,6	2,4
Regno Unito	-12,2	- 7,2	- 6,4	4,3	3,5	3,9	- 7,9	- 3,7	- 2,5
Stati Uniti	- 5,4	9,0	- 9,2	4,9 ²	2,7	8,6	- 0,5 ²	11,7	- 0,6
Svezia	0,7	0,8	0,5	- 1,6	- 2,4	- 3,0	- 0,9	- 1,6	- 2,5
Svizzera	- 2,0	0,2	0,6	2,2	2,4	2,8	0,2	2,6	3,4
UEBL ³	0,9	0,5	- 0,9	0	0,2	0,6	0,9	0,7	- 0,3
Gruppo del Dieci e Svizzera									
Altri paesi	- 4,4	26,7	4,9	-12,1	-17,8	-11,3	-16,5	8,8	- 6,4
Totale paesi sviluppati									
di cui:									
OCSE ⁴	-31,6	- 1,1	-23,1	- 3,3	-10,6	- 5,9	-34,9	-11,7	-29,0
Altri paesi	-25,5	6,2	-18,2	- 5,2	-12,2	- 7,9	-30,7	- 6,0	-26,1
Paesi in via di sviluppo⁵									
OPEC	90	62	71	-25	-27	-26	65	35	45
Altri paesi	-16	-22	-12	- 9	-10	- 8	-25	-32	-20
Totale paesi in via di sviluppo									
Paesi ad economia pianificata	74	40	59	-34	-37	-34	40	3	25
Paesi ad economia pianificata	- 3	- 9	- 5						

¹ Sulla base dei dati doganali. ² Esclusi sussidi speciali del governo USA ammontanti a \$3,1 miliardi.
³ Parzialmente su base valutaria; esportazioni ed importazioni in parte cif. ⁴ Totale paesi sviluppati, esclusi Israele, Jugoslavia e Sud Africa. ⁵ Dati parzialmente stimati.

Nel gruppo dei paesi sviluppati minori il disavanzo complessivo è aumentato di altri \$2 miliardi nel 1976, raggiungendo \$22,5 miliardi, pari al 4,5 % del loro PNL globale. Solo pochi di questi paesi sono riusciti a migliorare le loro prestazioni

rispetto all'anno precedente, e tra questi fa spicco la Jugoslavia che è sorprendentemente passata da un disavanzo di oltre \$1 miliardo ad un leggero avanzo, il primo conseguito dal 1973 da parte di un paese appartenente a questo gruppo. Sia la Finlandia che Israele hanno ridotto di circa \$1 miliardo i loro disavanzi correnti, che tuttavia permangono alquanto elevati (\$1,1 e 1,3 miliardi rispettivamente); il Sud Africa e la Nuova Zelanda hanno leggermente migliorato le loro posizioni. Tuttavia questi positivi sviluppi sono stati ampiamente neutralizzati da un forte deterioramento cumulativo di \$4 miliardi nelle partite correnti di Danimarca, Austria e Norvegia, i cui saldi passivi hanno raggiunto \$1,9, \$1,5 e \$3,7 miliardi rispettivamente. Inoltre i disavanzi di Spagna ed Australia sono aumentati di quasi \$1 miliardo ciascuno, portandosi a \$4,4 e 1,5 miliardi rispettivamente.

Lo scorso anno la contrazione di \$12 miliardi nel disavanzo corrente per l'insieme dei *paesi in via di sviluppo non petroliferi* ha rispecchiato un favorevole andamento dell'interscambio, sia in termini di volume che di prezzi. Buona parte del miglioramento è derivata da un'espansione degli scambi internazionali, tuttavia un ruolo non insignificante hanno anche avuto gli sforzi di alcuni di questi paesi volti a ridurre i loro disavanzi attraverso la gestione della domanda o controlli diretti sulle importazioni. In particolare, rilevanti progressi sono stati compiuti dai paesi asiatici, favoriti dal buon andamento dei raccolti e da una crescente capacità produttiva; l'esempio più spettacolare è quello dell'India la cui bilancia di parte corrente, esclusi i trasferimenti ufficiali, è balzata da un disavanzo di \$1,1 miliardi nel 1975 ad un avanzo di \$1,2 miliardi lo scorso anno. Altri paesi, tra cui la Corea del Sud e Formosa, hanno sensibilmente migliorato la posizione delle loro bilance di parte corrente.

In America Latina le misure correttive rese necessarie in Argentina e Cile dalla situazione finanziaria hanno già ottenuto un certo successo nel 1976, ma in generale, sia in quest'area sia tra gli altri paesi in via di sviluppo al di fuori dell'Asia, molti paesi hanno ritardato il necessario aggiustamento, e preferito accumulare ingenti disavanzi delle partite correnti, potendo contare su di un agevole finanziamento all'estero. Di conseguenza, nel 1976 si sono continuati a registrare forti saldi passivi in paesi quali Brasile, Messico, Marocco, Egitto e Filippine, ai quali va ascritto metà del disavanzo complessivo per il 1976 dei paesi in via di sviluppo non petroliferi.

Lo scorso anno il disavanzo commerciale dei *paesi ad economia pianificata* nei confronti dei paesi sviluppati, che si era andato gradualmente dilatando, è stato ridimensionato soprattutto attraverso restrizioni alle importazioni. L'Europa orientale ha ridotto il proprio saldo passivo da \$9 a 7 miliardi ed i progressi maggiori sono stati compiuti dall'URSS, dalla Polonia e dalla Romania. Oltre tre quarti del deficit per il 1976 va attribuito ai primi due paesi. Infine nel 1976 la Cina avrebbe ridotto, secondo stime, il saldo passivo dell'interscambio con i paesi sviluppati dell'Occidente a \$1,2 miliardi, dimezzando la cifra dell'anno precedente, e la sua bilancia commerciale sarebbe passata complessivamente da una situazione di pareggio ad un avanzo di \$1 miliardo.

Andamenti nei singoli paesi. Nel 1976 la variazione di gran lunga maggiore nella bilancia di parte corrente è stata quella registrata dagli *Stati Uniti*, il cui avanzo di \$11,7 miliardi del 1975 ha ceduto il passo ad un disavanzo di \$0,6 miliardi. Ancor più marcato è stato il capovolgimento nella bilancia commerciale, passata da un

avanzo di \$9 miliardi ad un disavanzo di \$9,2 miliardi, cui ha contribuito il protrarsi negli Stati Uniti di un'espansione della produzione relativamente più rapida, nonché la crescente dipendenza dalle importazioni di petrolio. Il valore complessivo delle importazioni (fob) è stato di \$124 miliardi, con un aumento di quasi \$26 miliardi; in volume esse sono cresciute del 23%. Un terzo dell'incremento totale va ascritto alle importazioni di combustibili che sono aumentate di quasi un quarto in termini reali, raggiungendo a prezzi correnti la somma di \$37 miliardi; ma anche il complesso delle altre importazioni ha avuto un incremento del 24%, cui hanno contribuito in modo particolare gli acquisti di materiali industriali, autoveicoli e altri beni di consumo. Sensibilmente più elevate sono state le importazioni dai paesi in via di sviluppo non petroliferi, specie asiatici, mentre i tre quarti e più dell'incremento di \$11,4 miliardi nelle importazioni dai paesi sviluppati vanno ascritti a Canada e Giappone. Le esportazioni sono ammontate a \$114,7 miliardi, con un aumento di \$7,6 miliardi. In volume l'incremento è stato solo del 3,5%, nettamente inferiore quindi all'espansione del commercio mondiale. Le esportazioni di prodotti agricoli, ammontate a \$23,4 miliardi, hanno segnato un modesto miglioramento in quanto l'incremento del 12% nelle quantità scambiate — comprese le maggiori forniture ai paesi europei colpiti dalla siccità — è stato in larga parte compensato da una flessione dei prezzi conseguente al buon andamento dei raccolti in altri paesi. Più significativo forse è il fatto che l'aumento di \$6,5 miliardi delle esportazioni non agricole ha rappresentato in termini di volume una crescita dell'1% soltanto. Le vendite di beni strumentali, risentendo del basso livello degli investimenti fissi in altri paesi, sono diminuite rispetto al 1975.

Lo scorso anno il peggioramento della bilancia commerciale è stato parzialmente compensato da un forte recupero nelle partite invisibili, il cui avanzo è aumentato da \$2,7 a 8,6 miliardi. I redditi netti da investimenti sono saliti da \$6 a 10,5 miliardi, riflettendo in buona parte i maggiori profitti nel settore petrolifero e gli effetti della precedente espansione del credito bancario all'estero; inoltre i proventi delle commesse militari sono aumentati di \$1,3 miliardi.

Il deterioramento nel saldo delle partite correnti è stato in larga parte compensato dalla positiva evoluzione dei movimenti di capitale passati da un deflusso netto di \$7 miliardi nel 1975 al pareggio lo scorso anno. Quasi tutta questa variazione può essere attribuita all'incremento, da \$4,6 a 10,5 miliardi, nell'afflusso netto di capitali non identificati. Quanto ai movimenti di capitali identificati, nel 1976 si è avuto un deflusso netto di \$10,5 miliardi, con una contrazione di \$1,1 miliardi rispetto all'anno precedente. Questo ammontare netto è derivato da due variazioni di segno opposto che si sono approssimativamente bilanciate: un sostanziale aumento dei deflussi di capitali privati, con un raddoppio da \$3,7 a 7,4 miliardi degli investimenti netti di portafoglio, soprattutto per effetto di un ulteriore forte aumento delle emissioni obbligazionarie estere negli Stati Uniti; e un livello considerevolmente maggiore di afflussi di capitali stranieri, in gran parte sotto forma di pagamenti anticipati di forniture militari e di maggiori acquisti di titoli del Tesoro da parte di non residenti privati.

Il deterioramento nella bilancia commerciale degli Stati Uniti è stato pressoché continuo nel corso del 1976, cosicché il saldo attivo di \$4,3 miliardi conseguito nel secondo semestre del 1975 è stato sostituito da uno passivo per \$6,4 miliardi nel corrispondente periodo del 1976. Nel primo trimestre dell'anno in corso la bilancia

commerciale è ancora peggiorata raggiungendo un disavanzo che, depurato della componente stagionale, ammonta a \$6,9 miliardi. Il forte aumento degli acquisti di combustibile, resi necessari dall'inverno estremamente rigido, ha contribuito ad un incremento del 7% nel volume delle importazioni, mentre contemporaneamente le esportazioni sono addirittura diminuite.

Dopo gli Stati Uniti è stata la *Francia* ad accusare nel 1976 il più forte deterioramento nella bilancia di parte corrente passata da una situazione di pareggio ad un disavanzo di \$5,7 miliardi. In aggiunta, si è avuta una netta contrazione da \$5,2 a 1,7 miliardi negli afflussi netti di capitali, con la conseguenza di una vistosa variazione complessiva di oltre \$9 miliardi nel saldo della bilancia dei pagamenti, in disavanzo di \$4 miliardi.

La variazione intervenuta nelle partite correnti rispecchia quasi esattamente lo spostamento della bilancia commerciale da un saldo attivo di \$1,5 miliardi ad uno passivo di \$4,4 miliardi. Le importazioni sono aumentate in volume di quasi il 21%, cioè più del doppio delle esportazioni. Un forte incentivo agli acquisti, specie di manufatti e materiali industriali, è derivato dalla ripresa economica interna indotta dai consumi, mentre la siccità estiva ha negativamente influenzato il saldo commerciale dei prodotti agricoli, incrementando anche le importazioni di combustibile. In aggiunta al crescente disavanzo commerciale in termini reali, le ragioni di scambio sono peggiorate di oltre il 2% nella seconda parte dell'anno, in parte a causa del deprezzamento del franco. Nei movimenti di capitali gli afflussi netti complessivi sono diminuiti di \$3,5 miliardi nonostante un aumento da \$2,8 a 4,5 miliardi dell'indebitamento netto all'estero delle società francesi; gli afflussi netti di fondi non bancari a breve termine si sono ridotti di \$2,4 miliardi, mentre i deflussi netti derivanti da transazioni di portafoglio e crediti commerciali a lungo termine sono saliti entrambi di circa \$1 miliardo.

Verso la fine dell'anno è intervenuto un certo miglioramento nella bilancia delle partite correnti e nel primo trimestre del 1977 le importazioni sono rallentate determinando una brusca contrazione del disavanzo commerciale, sceso a \$1 miliardo.

Anche l'*Italia* ha accusato nel 1976 un peggioramento della bilancia delle partite correnti, il cui disavanzo è passato da \$0,7 a 2,9 miliardi. Mentre il saldo delle partite invisibili ha registrato un miglioramento di \$0,6 miliardi, il disavanzo commerciale si è più che triplicato, passando da \$1,2 a 4 miliardi. Le esportazioni hanno segnato un incremento in volume del 12% sull'anno precedente, ma a causa di una sostenuta domanda interna le importazioni sono aumentate anche più rapidamente, ovvero di oltre il 15%. Per giunta, la bilancia commerciale è stata negativamente influenzata da un peggioramento del 4% nelle ragioni di scambio, in parte per effetto del deprezzamento della lira. Nel corso dell'anno la crescita destagionalizzata nel volume delle importazioni è stata intermittente: dopo un forte aumento nel primo trimestre, le importazioni sono rallentate nel secondo — allorché è stato reintrodotta il deposito obbligatorio sulle importazioni — e sono addirittura diminuite di quasi il 3% nel terzo, prima di riprendere quota con un aumento del 13% nell'ultimo trimestre. Di conseguenza, sebbene le esportazioni siano quasi costantemente aumentate nel corso dell'anno, nella seconda metà del 1976 il disavanzo commerciale, depurato della componente stagionale, è stato persino più ampio che nel precedente semestre.

Paesi sviluppati: bilance dei pagamenti.¹

Paesi	Anni	Saldo delle partite correnti	Saldo dei movimenti di capitale	Saldo globale ²	Aggiusta- menti ³	Saldo globale rettificato (=saldo dei movimenti monetari) ⁴
		milioni di dollari USA				
Austria	1975	- 320	+ 1.350	+ 1.030	- 90	+ 940
	1976	- 1.510	+ 510	- 1.000	- 70	- 1.070
Belgio-Lussemburgo ⁵ . . .	1975	+ 700	+ 840	+ 1.540	+ 20	+ 1.560
	1976	- 280	- 60	- 340	+ 280	- 60
Canada	1975	- 4.900	+ 3.400	- 1.500	+ 140	- 1.360
	1976	- 4.370	+ 4.840	+ 470	+ 270	+ 740
Danimarca	1975	- 490	+ 130	- 360	+ 30	- 330
	1976	- 1.910	+ 1.980	+ 70	+ 70	+ 140
Finlandia	1975	- 2.180	+ 1.750	- 430	- 10	- 440
	1976	- 1.140	+ 930	- 210	- 10	- 220
Francia	1975	0	+ 5.200	+ 5.200	- 180	+ 5.020
	1976	- 5.710	+ 1.680	- 4.030	+ 520	- 3.510
Germania	1975	+ 3.890	- 3.630	+ 260	- 800	- 540
	1976	+ 3.040	- 2.280	+ 760	+ 80	+ 840
Giappone	1975	- 680	- 1.940	- 2.620	- 130	- 2.750
	1976	+ 3.700	- 790	+ 2.910	+ 10	+ 2.920
Grecia ⁶	1975	- 1.090	+ 630	- 460	.	- 460
	1976	- 1.090	+ 1.040	- 50	.	- 50
Irlanda	1975	- 70	+ 350	+ 280	- 40	+ 240
	1976	- 340	+ 480	+ 140	+ 80	+ 220
Italia	1975	- 650	- 1.370	- 2.020	+ 90	- 1.930
	1976	- 2.860	+ 1.500	- 1.360	+ 350	- 1.010
Jugoslavia	1975	- 1.040	+ 780	- 260	.	- 260
	1976	+ 150	+ 810	+ 960	.	+ 960
Norvegia	1975	- 2.460	+ 2.820	+ 360	- 290	+ 70
	1976	- 3.720	+ 3.580	- 140	+ 310	+ 170
Paesi Bassi	1975	+ 1.590	- 1.320	+ 270	+ 630	+ 900
	1976	+ 2.370	- 3.620	- 1.250	+ 610	- 640
Portogallo ⁷	1975	- 820	- 190	- 1.010	- 140	- 1.150
	1976	- 1.230	+ 260	- 970	- 50	- 1.020
Regno Unito	1975	- 3.710	+ 210	- 3.500	+ 100	- 3.400
	1976	- 2.550	- 1.270	- 3.820	+ 90	- 3.730
Spagna	1975	- 3.540	+ 2.000	- 1.540	0	- 1.540
	1976	- 4.440	+ 2.610	- 1.830	- 200	- 2.030
Stati Uniti	1975	+ 11.700	- 7.050	+ 4.650	+ 30	+ 4.680
	1976	- 600	- 20	- 620	+ 50	- 570
Svezia	1975	- 1.630	+ 2.880	+ 1.250	- 280	+ 970
	1976	- 2.470	+ 1.740	- 730	- 70	- 800
Svizzera	1975	+ 2.590	+ 2.600	+ 5.190	.	+ 5.190
	1976	+ 3.440	- 770	+ 2.680	.	+ 2.680
Turchia	1975	- 1.880	+ 240	- 1.640	.	- 1.640
	1976	- 2.000	+ 80	- 1.920	.	- 1.920

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

¹ Sulla base dei dati doganali. ² 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. ³ Differenza dovuta ad aggiustamenti di cambio ed a discrepanze nel campo di rilevazione. ⁴ Uguale alla somma delle ultime due colonne della tabella a pagina 90. ⁵ Parzialmente su base valutaria. ⁶ Territorio metropolitano rispetto al resto del mondo.

Contrariamente a quanto è avvenuto in Francia, lo scorso anno in Italia i movimenti di capitali hanno registrato un miglioramento, passando da un deflusso netto di \$1,4 miliardi ad un afflusso netto di \$1,5 miliardi. Il progressivo inasprimento della politica monetaria nel corso dell'anno, il deposito obbligatorio sulle importazioni e la tassa sugli acquisti di valuta, introdotta in ottobre, hanno prodotto una netta inversione nel flusso netto dei crediti commerciali, da uscite per \$0,3 miliardi ad entrate per \$2 miliardi.

Nei primi tre mesi del 1977 le importazioni, reagendo al forte incremento del trimestre precedente, sono diminuite consentendo un sensibile calo del disavanzo di parte corrente.

Nel 1976 l'eccedenza di parte corrente della *Germania* si è ulteriormente ridotta, scendendo a \$3 miliardi, cioè a meno di un terzo del livello massimo del 1974. Mentre il disavanzo solitamente ampio delle partite invisibili è leggermente diminuito da \$13,8 a 13,4 miliardi, l'ancor più ampio avanzo commerciale si è ridotto di \$1,3 miliardi, scendendo a \$16,4 miliardi. La crescita del 13,5 % nel volume delle esportazioni non solo ha abbondantemente recuperato il calo del 10,5 % registrato nel 1975, ma ha anche superato il tasso di espansione del commercio mondiale, il che indica che le esportazioni tedesche hanno continuato ad essere competitive. Le esportazioni di beni di consumo e semilavorati sono vigorosamente aumentate e il valore in dollari delle esportazioni tedesche verso i mercati dell'OPEC e della CEE, che sono stati i più ricettivi, è cresciuto rispettivamente del 21 e del 19 %. Dal lato delle importazioni l'espansione è stata anche maggiore, ammontando al 16,5 % in termini reali; ciò riflette in parte la relativa solidità della ripresa economica tedesca, ma il fatto che il tasso di aumento delle importazioni sia stato quasi il triplo di quello del PNL a prezzi costanti indica anche un miglioramento nella posizione competitiva dei fornitori esteri sul mercato tedesco. Il volume delle importazioni di beni di investimento è cresciuto del 21 %, con un incremento anche maggiore degli acquisti di veicoli industriali. Una vigorosa espansione hanno registrato le importazioni dagli Stati Uniti e dal Regno Unito, nonché quelle dai paesi ad economia pianificata e dai paesi in via di sviluppo non petroliferi; queste ultime comprendono, oltre alle consuete materie prime, anche un più ampio volume di prodotti finiti.

Nei movimenti di capitali, il deflusso netto pari a \$2,3 miliardi nel 1976 è stato di \$1,4 miliardi inferiore a quello dell'anno precedente. Nell'ambito di questo settore della bilancia dei pagamenti sono intervenute alcune sostanziali variazioni, di cui la più rilevante è stata la forte riduzione, da \$6,8 miliardi nel 1975 a praticamente zero, delle uscite nette di capitali a lungo termine. A tale contrazione hanno contribuito due fattori: gli acquisti (parzialmente speculativi) di titoli tedeschi che hanno determinato entrate nette per \$1,5 miliardi nella voce investimenti di portafoglio, dopo un deflusso netto di \$1,7 miliardi nel 1975; e la diminuzione da \$4,6 a 1,5 miliardi delle uscite nette di fondi bancari a lungo termine. Tali andamenti sono stati in buona parte compensati da una variazione di \$5,1 miliardi nei movimenti netti di fondi a breve termine che ha comportato un deflusso di \$2,1 miliardi, derivante in larga misura da un'inversione nei crediti commerciali. Nel 1976, la Germania ha complessivamente conseguito un saldo attivo dei conti con l'estero di \$0,8 miliardi che si raffronta ad uno inferiore a \$0,3 miliardi nel 1975.

Il saldo attivo delle partite correnti della Germania, già diminuito tra il 1975 e il 1976, si è ulteriormente ridotto nel corso dell'anno passato, scendendo da \$1,2

miliardi nel primo trimestre a \$0,4 miliardi nell'ultimo, nonostante stabili eccedenze trimestrali di circa \$4 miliardi nelle transazioni commerciali. Nel primo trimestre del 1977, senza che siano intervenute variazioni nel saldo attivo dell'interscambio mercantile, l'avanzo delle partite correnti è salito a \$0,8 miliardi.

Sia nel *Belgio-Lussemburgo* sia in *Svezia* le bilance delle partite correnti hanno subito un deterioramento di quasi \$1 miliardo nel 1976, registrando un saldo passivo di \$0,3 e 2,5 miliardi rispettivamente. Per il Belgio-Lussemburgo il passaggio al passivo va integralmente imputato all'interscambio commerciale, il cui deterioramento è stato tuttavia in parte compensato da un miglioramento delle partite invisibili. L'apporto di capitali per \$0,8 miliardi nel 1975 è stato sostituito da un leggero deflusso, sicché la bilancia globale è passata da un avanzo di \$1,5 miliardi ad un disavanzo di \$0,3 miliardi. In Svezia l'aumentato disavanzo delle partite correnti è derivato in larga parte da maggiori esborsi netti nelle partite invisibili, specie nelle poste dei redditi da investimento e del turismo. Sebbene l'indebitamento a lungo termine si sia mantenuto molto vicino al livello di \$2,5 miliardi dell'anno precedente, sono intervenuti maggiori deflussi netti negli investimenti diretti, nei crediti commerciali e nei rimborsi di prestiti che hanno ridotto il totale degli afflussi netti di capitali da \$2,9 a 1,7 miliardi. Di conseguenza, anche la bilancia globale della Svezia si è fortemente deteriorata, passando da un avanzo di \$1,2 miliardi ad un disavanzo di \$0,7 miliardi.

Tra i paesi industriali che nel 1976 hanno migliorato la posizione delle loro partite correnti, il *Giappone* ha conseguito il risultato di gran lunga migliore. Con una variazione di \$4,4 miliardi, la bilancia corrente è passata ad un avanzo di \$3,7 miliardi, il primo dal 1972, in quanto al leggero aumento del disavanzo delle partite invisibili, salito a \$6,2 miliardi, ha fatto riscontro un raddoppio dell'eccedenza commerciale, portatasi a quasi \$10 miliardi. Grazie ad una politica di prezzi altamente competitivi — nel 1976 i prezzi all'esportazione in dollari hanno continuato ad essere mediamente inferiori a quelli di due anni prima — il volume delle esportazioni è aumentato di oltre il 23%; le vendite di beni di consumo durevoli, macchinari e autoveicoli agli altri paesi industriali, specie agli Stati Uniti, sono aumentate molto rapidamente nel primo semestre dell'anno, ma sono poi rallentate con l'indebolirsi della ripresa industriale nel mondo. Per contro le importazioni, pur essendo costantemente cresciute durante il 1976, hanno segnato un aumento sull'anno precedente di solo il 10,5% e sono ancora rimaste considerevolmente inferiori ai livelli del 1973.

Nei movimenti di capitali, il deflusso netto si è ulteriormente ridotto a \$0,8 miliardi; nel triennio precedente il totale dei deflussi era ammontato ad oltre \$14 miliardi. Le esportazioni nette di capitali a lungo termine sono salite da \$0,3 a 1 miliardo, in quanto i deflussi netti per investimenti diretti, crediti commerciali ed altri prestiti sono tutti aumentati. Tuttavia tali movimenti sono stati più che compensati da un'inversione nei flussi finanziari a breve termine, comprese le partite non classificabili, passati da un deflusso di \$1,7 miliardi nel 1975 ad un leggero afflusso netto nel 1976. Di conseguenza, la bilancia globale è passata da un disavanzo di \$2,6 miliardi ad un avanzo di \$2,9 miliardi.

Su base destagionalizzata oltre i due terzi dell'avanzo corrente per il 1976 sono stati conseguiti nei primi sei mesi. Tuttavia, la contrazione da \$2,6 a 1,1 miliardi, intervenuta nella seconda parte dell'anno, è stata seguita da un rinnovato slancio delle esportazioni, che nel primo trimestre del 1977 ha contribuito a portare l'avanzo corrente a \$2 miliardi.

Nel 1976 il disavanzo corrente del *Regno Unito* si è ulteriormente contratto di \$1,2 miliardi, scendendo a \$2,5 miliardi. Quanto alla bilancia commerciale, il volume sia delle esportazioni sia delle importazioni è aumentato lentamente rispetto alla maggior parte degli altri paesi industriali. Le prime sono salite dell'8% rispetto all'anno precedente e gli incrementi maggiori si sono avuti nelle vendite ai paesi della CEE e dell'OPEC. La maggior parte dell'espansione è avvenuta nel primo semestre dell'anno, parallelamente alla ripresa mondiale; ma lo slancio non è stato mantenuto nel secondo semestre, nonostante il progressivo deprezzamento della sterlina a partire da marzo. Le importazioni sono aumentate in volume del 6%, raggiungendo un livello solo leggermente superiore a quello del 1973. L'inversione nel ciclo delle scorte ha stimolato le importazioni di materiali industriali, ma anche gli acquisti all'estero di autoveicoli hanno registrato un forte incremento. La produzione interna di petrolio ha consentito un risparmio sulle importazioni di \$1 miliardo a fronte di soli \$100 milioni nel 1975; tuttavia, a causa delle importazioni di impianti e dell'onere derivante dal servizio dei debiti, nel 1976 le operazioni di sfruttamento dei giacimenti del Mare del Nord hanno continuato ad avere sulla bilancia di parte corrente un'influenza negativa, che tuttavia verso la fine dell'anno andava rapidamente riducendosi. Nel complesso, il saldo negativo dell'interscambio è sceso da \$7,2 a 6,4 miliardi. Contrariamente alla bilancia commerciale, le partite invisibili hanno chiaramente beneficiato della flessione della sterlina nel 1976. Il relativo avanzo è aumentato di \$0,4 miliardi, salendo a \$3,9 miliardi, in quanto i maggiori proventi netti del turismo, dei redditi da investimenti e di altri servizi privati hanno più che controbilanciato i maggiori esborsi del settore pubblico per interessi sui prestiti e per trasferimenti.

Nei movimenti di capitali, il leggero afflusso netto dell'anno precedente è stato sostituito da un saldo negativo di \$1,3 miliardi. Nel settore privato il deterioramento è stato abbastanza generalizzato e vi hanno indubbiamente contribuito gli sfasamenti nei termini di pagamento connessi alla debolezza della sterlina. Le entrate nette riguardanti gli investimenti privati diretti e di portafoglio sono scese da \$1,6 a 0,6 miliardi, mentre nei movimenti netti dei fondi a breve termine, compresi i crediti commerciali e la partita bilanciante, si è passati da un afflusso di \$0,6 miliardi ad un deflusso di \$0,5 miliardi. D'altra parte, nel 1976 i movimenti di capitali ufficiali a lungo termine (escluso l'indebitamento ufficiale nel quadro del sistema di garanzia di cambio che è considerato come posta di finanziamento) sono passati da un disavanzo di oltre \$0,5 miliardi ad un leggero avanzo, anche per effetto di nuovi acquisti di titoli di Stato da parte di non residenti privati verso la fine dell'anno. Il deterioramento nel conto dei capitali ha ulteriormente aggravato il disavanzo della bilancia globale, aumentato da \$3,5 miliardi nel 1975 a \$3,8 miliardi nel 1976.

Nel corso del primo trimestre del 1977 un ulteriore miglioramento nel saldo della bilancia petrolifera e nelle partite invisibili ha portato in equilibrio la bilancia delle partite correnti. Nel trimestre considerato complessivamente le partite correnti hanno ancora segnato un disavanzo di \$0,5 miliardi, peraltro concentrato in gennaio, in quanto ad un ristagno nel volume destagionalizzato delle esportazioni ha fatto riscontro un aumento del 3% in quello delle importazioni. In aprile, allorché le esportazioni hanno ripreso a salire alquanto rapidamente, la bilancia corrente ha conseguito una rilevante eccedenza.

Tra i paesi con persistente saldo attivo, nel 1976 la Svizzera e i Paesi Bassi hanno ulteriormente migliorato la posizione delle loro partite correnti. In *Svizzera* il saldo attivo è aumentato da \$2,6 a 3,4 miliardi e vi hanno parimenti contribuito sia

le transazioni commerciali sia le partite invisibili. L'aumento di \$0,4 miliardi nell'avanzo commerciale (salito a \$0,6 miliardi) va integralmente ascrivito ad un miglioramento del 5 % nelle ragioni di scambio, in quanto, nonostante il perdurare della recessione interna, l'incremento delle importazioni è stato abbastanza rapido (13,5 % in termini reali) e superiore a quello delle esportazioni (11,5 %). La maggior parte dell'aumento nelle partite invisibili è derivato da maggiori redditi netti da investimenti. Nei movimenti di capitali, essendo stata rafforzata rispetto al 1975 la politica volta ad incoraggiarne l'esportazione, le emissioni di obbligazioni estere a lungo termine (al netto dei rimborsi) e di titoli a medio termine in franchi svizzeri sono aumentate da \$3,5 a \$5,2 miliardi. Nello stesso tempo sono fortemente diminuite le entrate nette di altri tipi di capitali, per lo più a breve termine o non identificati, cosicché il saldo dei movimenti di capitali è passato da un afflusso di \$2,6 miliardi ad un deflusso di \$0,8 miliardi. Di conseguenza, l'avanzo complessivo pari a \$2,7 miliardi, sebbene ancora ampio, si è quasi dimezzato rispetto a quello del 1975. Nei *Paesi Bassi* il saldo attivo di parte corrente è aumentato nel 1976 di ulteriori \$0,8 miliardi, portandosi a \$2,4 miliardi, in seguito a un recupero su base netta nelle entrate delle partite invisibili — specie redditi da investimenti e transazioni ufficiali — e ad un leggero miglioramento nel volume dell'interscambio. Nei movimenti di capitali, il deflusso netto si è triplicato rispetto allo scorso anno ed è ammontato ad oltre \$3,6 miliardi; i crediti netti del settore bancario e gli altri crediti a lungo termine a non residenti sono saliti da \$0,7 miliardi a \$2,2 miliardi ed anche i deflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato forti incrementi. Pertanto, il saldo globale da attivo per \$0,3 miliardi è divenuto passivo per \$1,3 miliardi.

Nel 1976 anche il *Canada* ha leggermente migliorato la propria bilancia di parte corrente, sebbene il disavanzo di \$4,4 miliardi sia ancora elevato. Traendo vantaggio dall'espansione in corso negli Stati Uniti, la bilancia commerciale è migliorata di \$1,8 miliardi conseguendo un avanzo di \$1,2 miliardi, ampiamente controbilanciato da maggiori esborsi connessi al servizio dei debiti e al turismo. Quanto ai movimenti di capitali, nel 1976 il Canada è riuscito ad attrarre un ingente volume di fondi; gli afflussi netti di capitali a lungo termine, interamente costituiti da fondi raccolti a New York e su mercati internazionali, sono aumentati da \$4 a \$7,7 miliardi. Tuttavia una parte di questi fondi è stata reinvestita a breve termine all'estero, cosicché complessivamente la bilancia dei pagamenti è passata da un disavanzo di \$1,5 miliardi ad un avanzo di \$0,5 miliardi.

I movimenti monetari in contropartita delle eccedenze e dei disavanzi.

Paesi sviluppati. Nel 1976 il maggiore avanzo monetario verso l'estero fra i paesi del Gruppo dei Dieci è stato registrato dal *Giappone* con \$2,9 miliardi. Le attività monetarie nette ufficiali, aumentate di \$3,5 miliardi, sono passate a poco più di \$16 miliardi, mentre la posizione debitoria netta sull'estero delle banche è cresciuta di altri \$0,6 miliardi, portandosi ad oltre \$14 miliardi. Il miglioramento nel settore monetario ufficiale ha rappresentato soltanto una parte dell'incremento di \$4 miliardi nelle riserve in dollari; di questi, \$3,5 miliardi sono affluiti durante i primi tre trimestri dell'anno in seguito ad ampi interventi ufficiali sul mercato dei cambi, in parte attuati in connessione ad afflussi netti di fondi attraverso il sistema bancario, che nei primi sei mesi dell'anno sono ammontati a \$1,5 miliardi. Nell'ultimo trimestre, durante il quale gli interventi netti ufficiali sono stati modesti, le riserve in dollari

sono aumentate di \$0,5 miliardi soprattutto perché sono venute a scadenza altre attività a lungo termine. Nel corso dell'anno le disponibilità ufficiali di tali attività sono diminuite di \$0,8 miliardi complessivamente, mentre è aumentata di \$0,5 miliardi la posizione di riserva del Giappone sul FMI. Nel primo trimestre del 1977 l'avanzo monetario globale sull'estero, di \$0,5 miliardi, si è pienamente riflesso in un ulteriore incremento delle attività monetarie nette ufficiali.

In *Svizzera* l'avanzo monetario sull'estero per il 1976 è stato di \$2,7 miliardi ed è confluito praticamente per intero nelle riserve. Tuttavia escludendo le variazioni nelle operazioni di riporto di fine anno fra le banche commerciali e la Banca Nazionale Svizzera, le attività monetarie ufficiali nette sono aumentate di appena \$1,3 miliardi, cioè nella stessa misura dell'anno precedente. L'aumento delle riserve dell'anno scorso (escludendo i riporti) si è concentrato nel primo semestre dell'anno, quando il totale degli interventi ufficiali per moderare il rialzo del franco svizzero ha raggiunto \$4,3 miliardi, di cui solo \$1,5 miliardi sono stati reimmessi nel mercato in base alla norma della conversione in valuta del ricavo delle emissioni estere in Svizzera. Facendo seguito ai provvedimenti presi in giugno per frenare la costituzione di posizioni speculative in franchi svizzeri, le autorità hanno effettuato vendite nette di valuta; nella seconda metà dell'anno le vendite di dollari per esportazioni di capitali sono state pari a \$4,7 miliardi, contro interventi ufficiali complessivi sul mercato per \$3,2 miliardi. Depurate delle operazioni di fine anno, nel 1976 le attività nette sull'estero delle banche commerciali svizzere sono aumentate di \$1,4 miliardi; nel terzo trimestre vi è stato un deflusso di \$1,9 miliardi attraverso le banche, in gran parte neutralizzato da un movimento in senso contrario nell'ultimo trimestre. Nei primi tre mesi del 1977 le attività nette ufficiali hanno registrato una riduzione di \$2 miliardi, quasi tutta attribuibile alla liquidazione dei riporti di fine anno con le banche.

In *Germania* la posizione monetaria globale sull'estero, peggiorata di \$0,5 miliardi nel 1975, ha presentato lo scorso anno un avanzo di \$0,8 miliardi, con un forte aumento delle attività monetarie nette ufficiali (\$3,5 miliardi), in gran parte a seguito di un afflusso netto attraverso le banche per \$2,7 miliardi. Nel corso dell'anno si sono registrate forti fluttuazioni nelle posizioni monetarie sull'estero delle istituzioni ufficiali e del settore bancario, di riflesso alle perturbazioni sui mercati dei cambi e al loro superamento. La crisi valutaria del primo trimestre ha fatto aumentare le attività ufficiali nette di \$3,7 miliardi, di cui \$2,2 miliardi avevano una contropartita in afflussi attraverso le banche; nel secondo trimestre un'inversione di questi movimenti ha causato una flessione di \$1,3 miliardi nelle attività ufficiali nette e un deflusso di \$1,1 miliardi attraverso le banche. Le rinnovate spinte al rialzo sul marco fra luglio e ottobre hanno poi contribuito ad un ulteriore aumento di \$2,2 miliardi nelle attività ufficiali nette, in contropartita ad un afflusso di \$1,5 miliardi attraverso le banche; in seguito al riallineamento dei tassi centrali nell'ambito della fluttuazione congiunta, avvenuto in ottobre, negli ultimi due mesi dell'anno le attività ufficiali nette sono diminuite di \$1,1 miliardi, ma la posizione netta sull'estero delle banche è rimasta nel complesso invariata, grazie ad afflussi di fondi a fine anno. Nel primo trimestre del 1977, periodo in cui vi è stato un avanzo globale di bilancia dei pagamenti di \$1,2 miliardi, i deflussi bancari netti (in parte in conseguenza della liquidazione di operazioni di fine anno) sono ammontati a \$0,9 miliardi. Le attività ufficiali nette sull'estero hanno quindi presentato solo un modesto aumento.

Paesi sviluppati: posizioni monetarie sull'estero.¹

Paesi	Fine anno	Oro ²	Riserve valutarie nette	Posizioni creditorie e debitorie verso il FMI	Totale attività ufficiali (al netto)	Banche commerciali (al netto)	Totale attività sul-l'estero (al netto)	Variazioni ³	
								Attività ufficiali (al netto)	Banche commerciali (al netto)
milioni di dollari USA									
Austria	1975	855	3.245	310	4.410	-1.200	3.210	+ 990	- 50
	1976	850	3.005	510	4.365	-2.220	2.145	- 45	- 1.020
Belgio-Lussemburgo .	1975	1.780	2.725	1.415	5.920	- 850	5.070	+ 525	+ 1.035
	1976	1.780	2.155	1.405	5.340	- 330	5.010	- 580	+ 520
Canada	1975	900	3.055	1.205	5.160	- 355	4.805	- 510	- 850
	1976	880	2.475	1.505	4.860	680	5.540	- 300	+ 1.035
Danimarca	1975	75	605	170	850	135	985	- 50	- 280
	1976	75	525	175	775	350	1.125	- 75	+ 215
Finlandia	1975	35	355	- 5	385	- 630	- 245	0	- 440
	1976	35	355	- 150	240	- 705	- 465	- 145	- 75
Francia	1975	14.135	6.330	1.015	21.480	.	.	+ 3.675 ⁴	+ 1.140
	1976	12.840	3.205	1.245	17.290	.	.	- 2.890 ⁴	- 620
Germania	1975	4.965	23.395	3.550	31.910	1.320	33.230	- 1.020	+ 485
	1976	4.965	25.935	4.510	35.410	-1.335	34.075	+ 3.500	- 2.655
Giappone	1975	865	10.355	1.325	12.545	-13.530	- 985	- 815	- 1.935
	1976	860	13.340	1.865	16.065	-14.125	1.940	+ 3.520	- 595
Grecia	1975	150	- 250	- 205	- 305	35	- 270	- 465	+ 5
	1976	150	- 230	- 270	- 350	35	- 315	- 45	0
Irlanda	1975	20	1.415	95	1.530	- 435	1.095	+ 265	- 25
	1976	20	1.680	135	1.835	- 520	1.315	+ 305	- 65
Italia	1975	3.480	-1.645	-2.780	- 945	- 725	-1.670	- 2.505	+ 575
	1976	9.320	- 400	-2.760	6.160	-2.995	3.165	+ 1.265 ⁴	- 2.270
Jugoslavia	1975	60	800	- 145	715	.	.	- 265	.
	1976	60	1.980	- 360	1.680	.	.	+ 965	.
Norvegia	1975	40	1.820	235	2.095	- 130	1.965	+ 105	- 35
	1976	40	1.880	390	2.310	- 170	2.140	+ 215	- 40
Paesi Bassi	1975	2.295	3.335	1.480	7.110	500	7.610	+ 250	+ 645
	1976	2.295	3.470	1.665	7.430	- 460	6.970	+ 320	- 960
Portogallo	1975	1.135	15	10	1.160	185	1.345	- 1.075	- 75
	1976	1.125	- 865	- 190	70	250	320	- 1.090	+ 65
Regno Unito . . .	1975	890	-5.585 ⁵	1.205	- 3.490	.	.	- 3.190	- 215 ⁶
	1976	890	-9.600 ⁵	-1.320	-10.030	.	.	- 6.540	+ 2.810 ⁶
Spagna	1975	600	5.160	- 440	5.320	-2.815	2.505	- 710	- 835
	1976	600	4.240	- 560	4.280	-3.805	475	- 1.040	- 990
Stati Uniti	1975	11.600	-80.580 ⁷	4.550	-64.430	5.405 ⁸	-59.025	- 3.490	+ 8.170
	1976	11.600	-91.530 ⁷	6.830	-73.100	13.510 ⁸	-59.590	- 8.670	+ 8.105
Svezia	1975	235	2.560	235	3.030	735	3.765	+ 1.335	- 360
	1976	235	1.805	395	2.435	535	2.970	- 595	- 200
Svizzera	1975	3.515	6.850	95	10.460	9.450	19.910	+ 1.535	+ 3.655
	1976	3.515	9.255	290	13.060	9.525	22.585	+ 2.600	+ 75
Turchia	1975	145	-1.230	- 210	-1.295	.	.	- 1.640	.
	1976	145	-2.985	- 370	-3.210	.	.	- 1.915	.

¹ Nella maggior parte dei paesi i dati sopra riportati non corrispondono esattamente a quelli pubblicati. ² In Francia, dal gennaio 1975, e in Italia, dalla fine del 1976, l'oro è valutato a prezzi in linea con il mercato; un terzo dei paesi riportati valuta l'oro al vecchio prezzo ufficiale di \$42,22 l'oncia; nei restanti paesi l'oro è valutato attraverso i DSP, convertiti in dollari ai tassi correnti dollaro-DSP. ³ La somma delle ultime due colonne corrisponde al saldo globale rettificato della tabella a pagina 84. ⁴ Escluse le variazioni derivanti dalla rivalutazione dell'oro. ⁵ Comprende, come passività, l'indebitamento della pubblica amministrazione sul mercato eurovalutario ed altri debiti contratti dal settore pubblico nel quadro del sistema di garanzia di cambio. ⁶ 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. ⁷ Uguali alle attività in valute convertibili meno le passività verso istituzioni ufficiali straniere, in base ai dati dichiarati dalle banche. ⁸ Crediti a breve delle banche verso stranieri meno le passività a breve verso istituzioni non ufficiali estere.

Fra gli altri paesi del Gruppo dei Dieci, solo il Canada ha registrato lo scorso anno un avanzo monetario globale sull'estero, per \$0,7 miliardi. Le attività monetarie nette ufficiali si sono ridotte di \$0,3 miliardi, ma la posizione netta delle banche è migliorata di \$1 miliardo. Entro il settore monetario ufficiale, la posizione di riserva del Canada sul FMI è aumentata di \$0,3 miliardi durante l'anno e le riserve in valuta sono salite di \$0,2 miliardi. Queste ultime erano salite di \$0,6 miliardi nella prima metà dell'anno, riducendosi poi di \$0,3 miliardi nel terzo trimestre quando il dollaro canadese ha cominciato ad indebolirsi. Nell'ultimo trimestre le perturbazioni valutarie successive alle elezioni provinciali nel Quebec non hanno prodotto effetti di rilievo sulle riserve valutarie, dal momento che le perdite di circa \$0,8 miliardi in novembre sono state recuperate pressoché per intero in dicembre. Nel primo trimestre del 1977, tuttavia, gli interventi a sostegno del dollaro canadese hanno provocato una perdita di \$0,7 miliardi nelle riserve.

Fra i paesi del Gruppo dei Dieci che lo scorso anno hanno presentato disavanzi monetari verso l'estero, il *Regno Unito* ha registrato quello più ampio, pari a \$3,7 miliardi. Inoltre vi è stato un deflusso netto per \$2,8 miliardi attraverso le banche, quasi interamente imputabile ad una riduzione dei saldi ufficiali in sterline, cosicché per il 1976 è stato necessario un finanziamento ufficiale netto dall'estero di complessivi \$6,5 miliardi. I paesi esportatori di petrolio hanno ridotto di \$2,4 miliardi i loro saldi ufficiali in sterline, soprattutto durante il secondo e il terzo trimestre. Gli altri saldi ufficiali in sterline sono rimasti nel complesso pressoché invariati, mentre quelli privati sono aumentati di quasi \$0,5 miliardi. Oltre ai prelievi dei saldi in sterline, nei primi tre mesi vi sono stati altri deflussi per il tramite delle banche, ivi compreso un aumento di \$1,1 miliardi nella posizione creditoria a breve in sterline verso non residenti, annullato solo in parte nell'ultimo trimestre.

Le pressioni sulla sterlina generate dal disavanzo della bilancia dei pagamenti e da deflussi di fondi attraverso le banche si sono concentrate negli undici mesi fino allo scorso novembre. Durante questo periodo sono stati necessari finanziamenti ufficiali per \$7 miliardi; le riserve tuttavia si sono ridotte di meno di \$0,3 miliardi e quindi praticamente tutti i dollari venduti dalle autorità sul mercato sono provenuti da crediti esteri ottenuti sotto varie forme. La componente di maggior rilievo è stata costituita dai \$3,1 miliardi — quasi il quadruplo dell'anno precedente — raccolti da enti del settore pubblico nel quadro del sistema di garanzia di cambio; inoltre sono stati effettuati un prelievo per \$2 miliardi sul FMI — per oltre la metà nell'ambito della *oil facility* — ed un altro per \$1,5 miliardi sulla linea di credito di \$5,3 miliardi messa a disposizione in giugno dalle autorità monetarie del Gruppo dei Dieci e della Svizzera e dalla BRI.

Il successivo ritorno di fiducia nella sterlina ha portato, fino all'aprile di quest'anno, ad un miglioramento di \$4,2 miliardi nella posizione monetaria ufficiale netta. Le riserve sono aumentate di \$5 miliardi, di cui solo \$0,8 miliardi hanno avuto come contropartita più elevate passività ufficiali. I nuovi crediti provenienti dal FMI (\$1,2 miliardi) e dall'euromercato (\$1,1 miliardi) sono stati in larga misura compensati dal rimborso di \$1,5 miliardi prelevati sulla linea di credito messa a disposizione dalle banche centrali.

Anche la posizione monetaria esterna della *Francia* è sensibilmente peggiorata nel 1976, sebbene il deterioramento di \$3,5 miliardi sia stato inferiore al disavanzo globale della bilancia dei pagamenti, soprattutto per effetto della rivalutazione di

attività monetarie. Il disavanzo monetario è stato in gran parte coperto da una riduzione di \$2,9 miliardi nelle attività ufficiali nette, interamente avvenuta nel *primo trimestre anteriormente al distacco della Francia dal "serpente"*. Durante questi tre mesi, le riserve in valuta si sono ridotte di \$1,6 miliardi, mentre nello stesso tempo si registrava un aumento di \$1,5 miliardi nelle passività, connesso al sostegno del franco nell'ambito del "serpente". In aprile allorché queste passività sono state regolate, le riserve valutarie si sono contratte di \$1,3 miliardi. Durante il resto dell'anno le attività ufficiali nette sono nel complesso variate di poco, tranne che in luglio e in agosto, quando i nuovi interventi a sostegno del franco hanno contribuito a provocare una riduzione di \$0,4 miliardi nelle riserve valutarie. Nel corso dell'anno il settore bancario ha registrato afflussi netti per \$0,6 miliardi; nel primo trimestre la forte fuoruscita di fondi (\$1,1 miliardi) ha contribuito alle pressioni che hanno condotto a perdite nelle riserve; in seguito, tuttavia, le banche hanno cominciato ad attrarre fondi, assumendo durante il resto dell'anno, passività nette per quasi \$1,8 miliardi, di cui oltre la metà nel terzo trimestre, quando i tassi di interesse sono stati aumentati fortemente.

Nonostante il netto peggioramento della bilancia delle partite correnti, nel 1976 il disavanzo monetario esterno dell'Italia è sceso a \$1 miliardo, riducendosi della metà. Inoltre, grazie a un afflusso netto per \$2,3 miliardi attraverso le banche, la posizione monetaria ufficiale netta è addirittura migliorata di \$1,3 miliardi. Nel corso dell'anno tuttavia, essa ha registrato oscillazioni molto ampie. Nei primi cinque mesi, allorché le riserve valutarie lorde si sono ridotte al punto da far sospendere per sei settimane l'intervento ufficiale sul mercato, la contrazione di \$1,8 miliardi nella posizione monetaria ufficiale netta è stata abbondantemente coperta con il ricorso al credito: \$1 miliardo dalla CEE, \$0,5 miliardi dalla Bundesbank nella forma di un rinnovato prelievo in base all'accordo di prestito del 1974, e \$0,5 miliardi dalla linea di credito reciproca con la Federal Reserve. Poco prima della metà dell'anno le pressioni sulla lira si sono allentate e nei tre mesi da giugno ad agosto la posizione ufficiale netta è migliorata di \$2 miliardi, pur con il rimborso del prelievo sulla linea di credito con la Federal Reserve. Dopo una temporanea ricaduta in settembre, la ripresa è continuata nell'ultimo trimestre, periodo in cui le attività ufficiali nette sono aumentate di altri \$1,9 miliardi. L'indebitamento netto delle banche, accresciutosi durante tutto l'anno, si è però concentrato soprattutto nel secondo e nel quarto trimestre.

Nei primi tre mesi del 1977 la maggior parte del disavanzo globale della bilancia dei pagamenti, di \$1,8 miliardi, è stata finanziata con un ulteriore aumento (\$1,4 miliardi) dell'indebitamento verso l'estero delle banche. La flessione di \$0,4 miliardi nelle attività ufficiali nette sarebbe stata tuttavia maggiore se non vi fossero stati introiti di pari ammontare dalla Libia in seguito all'operazione finanziaria conclusa con la società Fiat.

Nel 1976 la posizione monetaria netta sull'estero degli *Stati Uniti* ha presentato un modesto deterioramento (\$0,6 miliardi). La posizione creditoria netta a breve delle banche verso non residenti è aumentata di \$8,1 miliardi, mentre le passività nette ufficiali sull'estero sono salite di \$8,7 miliardi.

Nel corso dell'anno le riserve ufficiali sono aumentate di \$2,5 miliardi, quasi interamente per l'incremento della posizione di riserva degli Stati Uniti presso il FMI. Ove si consideri l'intero anno, le disponibilità in valuta sono aumentate esattamente di \$0,2 miliardi, dal momento che all'incremento di \$1,3 miliardi, risultante dai

prelievi effettuati sulle rispettive linee di credito da Regno Unito, Italia e Messico nella prima metà dell'anno, ha fatto riscontro in seguito una riduzione di poco inferiore. D'altro canto le passività verso detentori ufficiali esteri di dollari hanno presentato un aumento di \$11,2 miliardi, quasi triplo rispetto all'anno precedente. L'aumento è interamente attribuibile a paesi dell'Asia e in particolare al Medio Oriente.

Nel settore bancario, il deflusso netto di fondi a breve si è decisamente concentrato nel primo e nel quarto trimestre, ammontando rispettivamente a \$2,8 e 5,3 miliardi. Per l'intero anno, la posizione creditoria lorda a breve delle banche verso non residenti si è accresciuta di \$18,8 miliardi, con un aumento cospicuo rispetto alla somma del 1975 (\$11,2 miliardi). Gran parte dei crediti dell'anno scorso è stata convogliata verso l'euromercato e le proprie filiali nei centri finanziari *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente. Contemporaneamente la maggior parte dell'aumento di \$10,6 miliardi nelle passività delle banche statunitensi verso soggetti stranieri non ufficiali ha riguardato le banche nel resto del mondo.

Nel primo trimestre di quest'anno la posizione ufficiale netta è peggiorata di \$4,2 miliardi. Le attività ufficiali sono aumentate di \$0,4 miliardi, corrispondenti all'incirca all'aumento nella posizione creditoria degli Stati Uniti nel quadro degli Accordi generali di prestito; questo miglioramento è stato però di gran lunga sopravanzato da un'espansione di \$4,6 miliardi nelle passività ufficiali, dovuta all'ulteriore aumento delle riserve in dollari detenute negli Stati Uniti dagli altri paesi.

Nel 1976 sia la *Svezia* che i *Paesi Bassi* hanno registrato sensibili deterioramenti nelle loro posizioni monetarie nette sull'estero, rispettivamente per \$0,8 e 0,6 miliardi. Come per il 1975, la cifra per i Paesi Bassi non concorda con i dati della bilancia dei pagamenti che presenta un disavanzo globale di \$1,3 miliardi. Il disavanzo della Svezia è stato coperto soprattutto attingendo alle riserve valutarie che si sono ridotte di \$0,7 miliardi. Quello dei Paesi Bassi, invece, è stato abbondantemente coperto da afflussi bancari a breve, che hanno consentito un incremento di \$0,3 miliardi nelle attività ufficiali nette. Nel secondo trimestre del 1976 una forte fuoruscita di capitali, di cui \$0,8 miliardi attraverso le banche, aveva provocato una riduzione di \$1,2 miliardi nelle attività ufficiali nette; durante il resto dell'anno, agli afflussi bancari netti per \$1,8 miliardi si è accompagnato un miglioramento di \$1,3 miliardi nella posizione monetaria ufficiale.

In netto contrasto con il 1975, lo scorso anno la posizione monetaria sull'estero del *Belgio-Lussemburgo* è leggermente peggiorata. La piccola variazione di \$60 milioni cela un deflusso di capitali a breve di \$0,5 miliardi tramite le banche, accompagnatosi ad una riduzione di entità leggermente superiore nelle attività ufficiali nette. I movimenti trimestrali nelle posizioni ufficiali nette sono stati alterni, riflettendo le sorti del franco sul mercato dei cambi. I sensibili cali nelle attività ufficiali nette — per \$1,3 e 1 miliardo — registrati rispettivamente nel primo e nel terzo trimestre, sono stati recuperati solo in parte durante il resto dell'anno. Le transazioni bancarie hanno costituito un'importante contropartita a questi movimenti ufficiali, soprattutto durante i primi nove mesi dell'anno, prima che il franco cominciasse a rafforzarsi in modo apprezzabile. Nel quarto trimestre le passività nette delle banche hanno registrato un aumento di \$0,2 miliardi e questo processo è continuato all'inizio del 1977. Anche le attività ufficiali nette sono aumentate, di \$0,9 miliardi nell'ultimo trimestre e di ulteriori \$0,3 miliardi nei primi tre mesi di quest'anno.

Tra i paesi sviluppati minori, *Austria, Portogallo e Spagna* sono incorsi lo scorso anno in sensibili deterioramenti nelle posizioni nette sull'estero. Nel caso dell'Austria, il disavanzo monetario di \$1,1 miliardi è stato quasi interamente coperto da afflussi bancari, mentre i disavanzi del Portogallo e della Spagna, rispettivamente di \$1,0 e 2,0 miliardi, hanno resi necessari finanziamenti ufficiali di circa \$1 miliardo ciascuno. Inoltre, l'indebitamento netto a breve delle banche spagnole è aumentato di \$1 miliardo, portandosi ad un totale di \$3,8 miliardi.

Paesi esportatori di petrolio. Il totale dei fondi a disposizione dei paesi dell'OPEC per fini di investimento finanziario - stimato in \$35,3 miliardi - sarebbe variato di poco rispetto al 1975. Nel complesso anche la proporzione di fondi disponibili collocata a breve e a lungo termine è rimasta pressoché la stessa del 1975. Entro queste due ampie categorie è invece alquanto mutata nel 1976 la composizione identificabile degli impieghi. Per quanto riguarda quelli a breve termine, i depositi in sterline e il portafoglio di buoni del Tesoro britannici sono stati ridotti di \$2,6 miliardi; gli impieghi liquidi negli Stati Uniti sono aumentati meno che nel 1975; i depositi in valuta estera nel Regno Unito e altrove sono cresciuti più rapidamente di un anno prima. Per gli impieghi a più lungo termine la riduzione dei prestiti ad istituzioni internazionali e dei fondi investiti in base ad accordi bilaterali speciali va collegata all'estinzione della *oil facility* del FMI e ad un rallentamento dell'aiuto dell'OPEC agli altri paesi in via di sviluppo. Gli investimenti in azioni e in immobili si sono mantenuti sugli elevati livelli raggiunti nel 1975, mentre gli acquisti di titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono passati da \$2,4 a 4,4 miliardi.

Paesi esportatori di petrolio: impieghi delle eccedenze disponibili. Stime.¹

	1974	1975	1976
	miliardi di dollari USA		
Depositi bancari e impieghi sul mercato monetario:			
Depositi in dollari negli Stati Uniti	4,0	0,6	1,6
Depositi in sterline nel Regno Unito	1,7	0,2	— 1,4
Depositi sui mercati delle xenovalute	22,8	9,1	12,6
Buoni del Tesoro negli Stati Uniti e nel Regno Unito	8,0	— 0,4	— 2,2
Totale	36,5	9,5	10,6
Investimenti a lungo termine:			
Accordi bilaterali speciali	11,9	12,4	10,3
Prestiti ad istituzioni internazionali	3,5	4,0	2,0
Titoli di Stato negli Stati Uniti e nel Regno Unito	1,1	2,4	4,4
Altri ²	4,0	7,4	8,0
Totale	20,5	26,2	24,7
Totale nuovi investimenti	57,0	35,7	35,3

¹ Fonte: Banca d'Inghilterra. Unità e crediti in valuta.

² Comprende investimenti azionari e immobiliari negli Stati Uniti e nel Regno

Paesi in via di sviluppo non petroliferi. La riduzione, calcolata in circa \$12 miliardi, nel disavanzo delle partite correnti dei paesi in via di sviluppo non petroliferi durante il 1976 ha alleviato in modo significativo i loro problemi complessivi di finanziamento. Il disavanzo globale di \$20 miliardi (comprese entrate per \$8 miliardi a titolo di trasferimenti ufficiali) è stato abbondantemente coperto da aiuti e altre forme di introiti

ufficiali per \$12 miliardi e da afflussi di capitali privati per \$15 miliardi. Le corrispondenti cifre per il 1975 erano state \$11 e 18 miliardi rispettivamente. Nello scorso anno gli afflussi di capitali privati hanno compreso nuovi crediti lordi per \$18 miliardi — \$1-2 miliardi in più rispetto al 1975 — ottenuti da banche nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera e da filiali di banche statunitensi nei Caraibi e in Estremo Oriente. Le riserve totali dei paesi in via di sviluppo sono aumentate di quasi \$11 miliardi e i loro prelievi netti sul FMI di \$1,9 miliardi.

Gli squilibri nelle bilance delle partite correnti e il processo di aggiustamento in una prospettiva di più lungo periodo.

Osservate in un contesto temporale più ampio, lo scorso anno le risultanze globali delle bilance dei pagamenti, pur segnalando un certo spostamento nella giusta direzione dei saldi di parte corrente, hanno nel complesso confermato l'assetto degli squilibri emerso a seguito del rincaro del petrolio nel 1973. Il fattore preponderante è stato ovviamente l'eccedenza di parte corrente dei paesi dell'OPEC insieme al corrispondente disavanzo del resto del mondo direttamente originato da tale rincaro. Per il triennio 1974-76 si stima che l'avanzo corrente dell'OPEC sia ammontato a \$145 miliardi. Questa cifra impressionante è oltre quattordici volte quella corrispondente per il periodo 1971-73; ma nello stesso tempo, in conseguenza della recessione industriale nel 1974-75 e dello sviluppo relativamente veloce della capacità dei paesi OPEC di assorbire importazioni, essa è sensibilmente inferiore rispetto alle molte previsioni formulate all'epoca del rincaro del petrolio.

Squilibri di parte corrente dalla crisi petrolifera.¹

Paesi e aree	Squilibri cumulativi di parte corrente			
	1971-73	1974-76	1971-73	1974-76
	in miliardi di dollari USA		in percentuale sul PNL	
Paesi sviluppati				
Germania	6,0	16,7	0,7	1,3
Stati Uniti	0,3	10,6	0	0,2
Svizzera	0,6	6,2	0,6	3,8
Paesi Bassi	3,4	6,0	2,4	2,5
UEBL	3,1	1,3	2,8	0,7
Giappone	12,3	— 1,7	1,3	— 0,1
Svezia	1,7	— 5,0	1,3	— 2,5
Canada	— 0,3	— 10,8	— 0,1	— 2,2
Francia	0,1	— 11,6	0	— 1,2
Italia	1,8	— 11,6	0,5	— 2,4
Regno Unito	0,9	— 14,1	0,2	— 2,2
Gruppo dei Dieci e Svizzera	29,9	— 14,0	0,4	— 0,1
Altri paesi	— 3,6	— 61,6	— 0,4	— 4,4
Totale paesi sviluppati	26,3	— 75,6	0,3	— 0,6
OPEC	10	145	.	.
Altri paesi in via di sviluppo	— 20	— 77	.	.
Paesi ad economia planificata²	1	— 17	.	.

¹ Si vedano le osservazioni alla tabella di pagina 80.

² Esclusi servizi e trasferimenti.

Il secondo importante fattore negli squilibri delle bilance dei pagamenti mondiali dopo il 1973 è stato il peggioramento dei disavanzi non originati dal petrolio. Ciò risulta particolarmente dal fatto che nel 1974-76 il totale dei disavanzi lordi di parte corrente dei paesi importatori di petrolio, valutato in \$210 miliardi, ha nuovamente superato di quasi il 50% il saldo attivo globale dell'OPEC; inoltre la maggior parte di questa differenza ha avuto come contropartita un'eccedenza di parte corrente di \$41 miliardi in taluni paesi industriali - UEBL, Germania, Paesi Bassi, Svizzera e Stati Uniti - che avrebbero dovuto in teoria accollarsi un'importante quota della contropartita al saldo attivo dell'OPEC. Dal 1976 anche il Giappone appartiene indubbiamente al gruppo di paesi eccedentari, pur avendo accusato un leggero disavanzo cumulativo delle partite correnti nel triennio 1974-76.

Tra i paesi importatori di petrolio quelli in disavanzo possono essere suddivisi in tre gruppi principali: cinque importanti paesi industriali - Canada, Francia, Italia, Svezia e Regno Unito - che hanno accusato un disavanzo cumulativo di \$53 miliardi nel 1974-76 a fronte di un avanzo di \$4 miliardi nei tre precedenti anni; i rimanenti paesi sviluppati, il cui deficit è complessivamente aumentato tra i due periodi da meno di \$4 a quasi \$62 miliardi; e i paesi in via di sviluppo non petroliferi il cui saldo passivo globale è salito da \$20 a 77 miliardi. All'interno dei vari gruppi particolare attenzione hanno destato i disavanzi dell'Italia e del Regno Unito - i più ampi tra quelli registrati dai paesi sviluppati - e la posizione dei paesi in via di sviluppo non petroliferi. Peraltro, recentemente il disavanzo del Regno Unito è stato eliminato e quello dell'Italia potrebbe scomparire entro la fine dell'anno. Per quanto concerne i paesi in via di sviluppo non petroliferi, dalla tabella che precede risulta che essi come gruppo non si sono accollati una parte esorbitante dello squilibrio originato dal petrolio; in effetti, tenendo conto dei cambiamenti intervenuti nei livelli mondiali dei prezzi e dell'attività economica, il loro disavanzo cumulativo per il 1976, pari a \$20 miliardi, non è probabilmente molto maggiore di quello antecedente il rincaro del petrolio. La misura dell'aumento intervenuto nelle riserve di questi paesi nel 1976 e nei primi mesi del 1977 può fornire un'indicazione della loro attuale posizione.

D'altra parte, tra il 1971-73 e il 1974-76 i paesi sviluppati al di fuori del Gruppo dei Dieci non solo hanno accusato nel loro disavanzo complessivo di parte corrente un aumento di ben diciassette volte (superiore in termini relativi persino all'incremento del saldo attivo dell'OPEC) ma non ci sono stati finora sintomi di miglioramento nella loro posizione globale.

Nonostante qualche recente schiarita, la situazione generale permane molto squilibrata non solo tra i paesi OPEC e quelli importatori di petrolio, ma anche all'interno del secondo gruppo. Quali sono le probabilità di realizzare un migliore equilibrio e in che cosa dovrebbe consistere il processo di aggiustamento?

Nell'esaminare i due quesiti rimane valida la distinzione, per quanto non nitida, tra squilibri petroliferi e non petroliferi, come già lo era nel gennaio 1974 allorché il Comitato dei Venti sottolineò la necessità che i paesi, nel reagire al rincaro del petrolio, non "adottassero politiche che avrebbero semplicemente aggravato i problemi di altri paesi". Allora come ora gli strumenti tradizionali della politica di aggiustamento non sono applicabili agli squilibri petroliferi. Questi non potrebbero essere eliminati attraverso politiche di gestione della domanda nei paesi importatori di petrolio se non a prezzo di una recessione eccezionalmente severa. Né l'apprezzamento delle monete dell'OPEC influirebbe molto sul totale delle loro entrate in valuta oppure

sulle loro importazioni, in mancanza di industrie in grado di competere con i prodotti importati. Mentre rimane urgente l'esigenza di perseguire politiche che riducano la dipendenza dalle fonti di petrolio dell'OPEC, in un futuro prevedibile l'avanzo di questo gruppo di paesi, attualmente concentrato soprattutto in quelli a bassa capacità di importazione, continuerà ad essere ingente comportando quindi la necessità di finanziare i corrispondenti disavanzi.

La continua assenza di adeguate politiche dell'energia rappresenta senza dubbio una carenza di determinazione politica nei paesi importatori di petrolio; ma ancor più grave appare l'incapacità di porre sotto controllo gli squilibri nelle bilance dei pagamenti non connessi al petrolio — anche se una connessione v'è stata, se non altro nel senso che il rincaro del petrolio ha messo chiaramente in evidenza, specie nel mondo industrializzato, quali paesi fossero più in grado e quali meno di resistere a contraccolpi di simile portata. L'esigenza di un aggiustamento degli squilibri non petroliferi è ora più ampiamente riconosciuta, ma sussistono divergenze di opinione quanto al modo in cui ciò dovrebbe avvenire.

Da quanto si è già detto a questo proposito, è evidente che i problemi dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, considerati nel complesso, sono meno gravi di quanto talora si sostenga. Non soltanto la loro posizione è peggiorata meno di quella dei paesi sviluppati in disavanzo, ma le loro difficoltà si concentrano soprattutto su un numero relativamente piccolo di paesi. Nel triennio 1974-76 cinque paesi — Brasile, Messico, Egitto, Pakistan e Perù — hanno accumulato circa la metà del disavanzo di parte corrente di \$77 miliardi registrato dall'insieme dei paesi in via di sviluppo non petroliferi. Ciò che si rende quindi necessario è un deciso sforzo di aggiustamento da parte di taluni paesi, evitando che si ripetano eccessivi disavanzi nel futuro. Per quanto concerne il ruolo delle variazioni dei tassi di cambio nei paesi in via di sviluppo, si deve tener presente che molti di essi hanno possibilità limitate, tranne che nel lungo periodo, di sostituire prodotti propri a quelli importati o di orientare maggiormente la produzione verso l'esportazione. Di conseguenza, l'efficacia del deprezzamento della propria moneta nel ristabilire l'equilibrio con l'estero appare modesta. D'altra parte, questi paesi dovranno evitare oppure correggere tassi di cambio sopravvalutati se vorranno mantenere i loro disavanzi entro limiti sopportabili.

Tuttavia nell'aggiustamento degli squilibri non petroliferi sono i paesi sviluppati a dover affrontare i problemi maggiori ed è tra questi paesi quindi che sono sorte le principali controversie sul modo in cui va operato tale aggiustamento. A questo riguardo, si è parlato molto dell'esigenza di un aggiustamento simmetrico tra i paesi eccedentari e i paesi in disavanzo, e questi hanno posto l'accento sull'opportunità di un'azione da parte dei primi. Si sostiene, in particolare, che il perseguimento di politiche economiche interne più espansive da parte dei maggiori paesi eccedentari non solo promuoverebbe l'aggiustamento, ma lo farebbe nel modo più appropriato alla presente situazione relativamente depressa dell'economia mondiale in generale. Inoltre questi paesi sono sollecitati ad agire in modo più diretto sui loro avanzi di bilancia dei pagamenti attraverso apprezzamenti delle loro valute.

Per quanto concerne la gestione della domanda, i maggiori paesi eccedentari hanno replicato che in realtà i loro tassi attuali di crescita non sono insoddisfacenti, ma che qualora le loro economie dovessero manifestare nuovamente sintomi di rallentamento dell'attività economica essi interverrebbero adeguatamente. Nello stesso

tempo questi paesi non sono disposti a correre il rischio di vanificare i progressi faticosamente conseguiti nella lotta all'inflazione in cambio di un'ulteriore modesta espansione. A loro favore va detto che oggi è quanto mai importante che taluni paesi continuino a dimostrare con il loro esempio che rigorose politiche monetarie e fiscali possono mettere e mantenere sotto controllo l'inflazione.

Passando a considerare i tassi di cambio, nel 1976 e nei primi mesi del 1977 gli andamenti nei paesi eccedentari si sono mantenuti per lo più in linea con l'obiettivo di realizzare una migliore distribuzione del disavanzo dell'OCSE. I tassi effettivi di cambio del marco tedesco, franco svizzero e yen si sono tutti mossi nel senso dell'apprezzamento come quelli del franco belga e del fiorino olandese. In altre parole, i paesi eccedentari hanno lasciato che le loro monete si apprezzassero, sebbene a metà del 1976 le autorità svizzere abbiano posto un freno all'ascesa del franco. Oltre a ciò non sembra ragionevole chiedere ai paesi in avanzo di forzare al rialzo i loro tassi di cambio, né un tentativo in tal senso da parte loro rappresenterebbe una soluzione pratica. Inoltre, pur se l'apprezzamento del tasso di cambio si è dimostrato molto efficace nel porre sotto controllo l'inflazione, esso può di per sé non contribuire ad un migliore equilibrio internazionale delle bilance dei pagamenti, ed in ogni caso non rapidamente.

Per diverse ragioni la responsabilità maggiore nell'avviare il processo di aggiustamento spetta quindi ai paesi in disavanzo. E ciò nell'interesse della stabilità, sia interna che internazionale; in ogni caso non vi è modo di obbligare i paesi eccedentari ad assumere una simile iniziativa. Ma tale conclusione induce ad altre considerazioni che riguardano sia i paesi in avanzo sia quelli in disavanzo. Innanzitutto i primi devono essere disposti ad accettare le conseguenze che un riuscito aggiustamento da parte dei paesi in disavanzo avrà sulle loro bilance dei pagamenti. In secondo luogo, la correzione degli ingenti disavanzi che presentano attualmente taluni paesi richiederà tempo e sarebbe poco saggio, qualsiasi siano stati gli errori del passato, forzare ora il ritmo. In terzo luogo, durante questo processo relativamente protratto dovrà essere disponibile il necessario finanziamento. In quarto luogo, tale finanziamento, per essere coerente con i precedenti obiettivi, dovrebbe per quanto possibile assicurare che tale aggiustamento venga effettivamente realizzato. Il Capitolo VII esamina le implicazioni di queste considerazioni sulla futura erogazione di liquidità internazionale.

VI. I MERCATI INTERNAZIONALI DEL CREDITO E DEI CAPITALI.

Sommandosi le forti esigenze di finanziamento delle bilance dei pagamenti ad una situazione di debole domanda interna di credito e di ampie offerte di nuovi fondi, il 1976 è stato un altro anno di straordinaria espansione dei mercati finanziari internazionali. L'attività è stata vivace sia nel settore bancario sia in quello del mercato obbligazionario, che hanno complessivamente fornito nuovo credito netto per circa \$95 miliardi.

Se si esamina il settore bancario internazionale nell'accezione più ampia in base ai dati statistici disponibili, risulta che le attività lorde sull'estero delle banche nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera e delle filiali di banche degli Stati Uniti nei centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente sono aumentate di \$105 miliardi, cioè del 24%, passando a \$548 miliardi. Nell'ambito di questo incremento, i fondi ridepositati fra le banche dichiaranti sembrano essere ammontati a \$35 miliardi. Escludendo questa considerevole componente di duplicazione contabile, si può stimare che il totale del nuovo credito internazionale netto delle banche sia passato da \$40 miliardi nel 1975 a \$70 miliardi nel 1976. Questa crescita è in massima parte da attribuire ai crediti verso paesi al di fuori del Gruppo dei Dieci e dei centri *offshore*, passati a \$202 miliardi con un aumento di \$53 miliardi (\$34 miliardi nel 1975).

Al pari del 1975, il settore più brillante dell'attività bancaria internazionale è stato quello del credito all'estero di banche degli Stati Uniti attraverso le loro filiali nei centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente: queste filiali hanno presentato un aumento di \$24 miliardi, cioè del 47%, nelle loro attività sull'estero. Per di più, i crediti diretti sull'estero di banche negli Stati Uniti sono cresciuti di \$21 miliardi, cioè del 35%; di questi tuttavia, \$11,5 miliardi sono stati incanalati attraverso i centri *offshore* e sono quindi in larga misura già compresi nelle cifre sopra riportate a proposito delle filiali *offshore* di banche degli Stati Uniti.

La crescita è stata un po' più lenta, ma pur sempre molto considerevole, negli altri centri, cioè nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera. Le posizioni creditorie sull'estero, in moneta nazionale e in valuta, delle banche situate in questi paesi sono aumentate di \$55,7 miliardi, cioè del 19%. Questo incremento è superiore a quello registrato nel 1975 (\$50,5 miliardi); occorre però tener presente che i dati per entrambi gli anni sono fortemente influenzati dagli effetti dei tassi di cambio. Mentre nel 1975 la flessione della maggior parte delle monete europee nei confronti del dollaro aveva ridotto il valore in dollari delle posizioni delle banche in queste monete, nel 1976 il nuovo indebolimento della moneta americana ha avuto l'effetto opposto. Al netto di queste variazioni di valutazione, la crescita delle posizioni creditorie sull'estero delle banche europee dichiaranti si riduce da \$58 miliardi nel 1975 a \$46,5 miliardi nel 1976, cioè dal 24 al 16%.

Passando alla componente in eurovalute, negli anni 1975 e 1976 l'aumento delle attività sull'estero in valuta delle banche europee dichiaranti è stato rispettivamente di \$43 e 47 miliardi. Al netto degli effetti di valutazione, si è registrato un rallentamento da \$47,5 a 41,5 miliardi. Tuttavia, per una più accurata valutazione dell'ammontare globale del nuovo credito netto in eurovalute intermediato dalle

Mercato internazionale del credito. Stime.
Variazioni nelle posizioni creditorie sull'estero delle banche,
in moneta nazionale e in valuta, ed emissioni obbligazionarie internazionali.

Mutuanti	Variazioni				Ammontare in essere 1976
	1973	1974	1975	1976	
	miliardi di dollari USA				
Banche nei paesi europei del Gruppo dei Dieci	+ 62,2	+ 35,0	+ 50,5	+ 55,7	353,0
di cui in valuta estera (Euromercato)	+ 56,8	+ 26,8	+ 43,0	+ 47,2	305,3
Banche in Canada e Giappone	+ 5,4	+ 5,1	— 0,3	+ 5,0	39,2
Banche negli Stati Uniti	+ 6,0	+ 19,5	+ 13,5	+ 20,8	80,6
Filiali di banche USA nei centri offshore ¹	+ 14,1	+ 12,6	+ 15,0	+ 23,8	74,9
Totale (tutte le banche dichiaranti)	+ 87,7	+ 72,2	+ 78,7	+ 105,3	547,7
meno: duplicazioni contabili derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante . . . . .	.	.	38,7	35,3	217,7
A = Incremento netto del credito bancario internazionale ² . . . . .	.	.	40,0	70,0	330,0
Emissioni di euroobbligazioni e di obbligazioni estere	9,9	12,3	22,0	32,9	.
meno: rimborsi e riacquisti . . . . .	.	.	3,5 ³	4,4 ³	.
B = Incremento netto del finanziamento internazionale mediante obbligazioni . . . . .	.	.	18,5	28,5	.
A+B = Incremento nel finanziamento internazionale mediante credito bancario e obbligazioni . . . . .	.	.	58,5	98,5	.
meno: duplicazioni contabili ⁴ . . . . .	.	.	1,5 ³	3,5 ³	.
Incremento netto nel finanziamento internazionale mediante credito bancario e obbligazioni . . . . .	.	.	57,0	95,0	.

¹ Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ² Oltre ai crediti diretti concessi ad utilizzatori finali, queste stime comprendono alcune posizioni interbancarie: anzitutto, crediti verso banche esterne all'area dichiarante, cioè esterne ai centri finanziari e offshore, ipotizzandosi che queste banche "periferiche" nella maggior parte dei casi non mutino fondi dalle banche dei centri finanziari al semplice fine di ridepositarli presso altre banche di questi centri; in secondo luogo, crediti verso banche entro l'area dichiarante, nella misura in cui queste convertono i fondi in moneta nazionale e/o li utilizzano per la concessione di crediti diretti in valuta a soggetti residenti non bancari; in terzo luogo, gran parte dei crediti in valuta verso le banche del paese di emissione della moneta di cui trattasi, per esempio crediti in dollari di banche a Londra verso banche negli Stati Uniti; anche in questo caso si ipotizza che le banche mutuarie raccolgano i fondi soprattutto per fini interni e non li riprestino ad altre banche dell'area dichiarante; viene fatta tuttavia una deduzione per i saldi operativi e voci analoghe. Mentre non può escludersi in queste stime il persistere in certa misura di duplicazioni contabili, occorre notare d'altra parte che le statistiche presentano lacune e che le cifre di cui si dispone attualmente non coprono il totale del credito bancario internazionale. ³ Queste cifre sono basate su stime molto approssimative e vengono qui inserite soprattutto a titolo indicativo. Ma, per quanto il margine di errore sia elevato in rapporto all'entità delle cifre, è improbabile che esse alterino in modo significativo il totale netto del nuovo finanziamento internazionale. ⁴ Obbligazioni acquistate dalle banche dichiaranti, nella misura in cui figurano nelle statistiche bancarie come crediti verso non residenti; obbligazioni emesse dalle banche dichiaranti soprattutto al fine di contribuire al finanziamento della propria attività di credito internazionale.

banche europee dichiaranti, occorre rettificare queste cifre tenendo conto di alcuni fattori: per evitare duplicazioni contabili devono essere esclusi i fondi ridepositati fra le banche dichiaranti; bisogna tener conto del credito in valuta concesso dalle banche a clienti non bancari del proprio paese ed anche delle loro operazioni di conversione in moneta nazionale di fondi in valuta. Le differenze in questi comparti, soprattutto un maggiore credito in valuta a clienti residenti non bancari, hanno agito nel senso di rendere la crescita netta dell'euromercato nel 1976 più rapida di quanto l'aumento dei crediti lordi sull'estero delle banche europee dichiaranti farebbe pensare. Di conseguenza si può stimare che la crescita netta dell'euromercato in

senso stretto sia passata da \$28 miliardi nel 1975 a \$42 miliardi, o da circa \$31 a 37 miliardi ove si escludano gli effetti di valutazione. Il totale netto del credito in eurovalute in essere alla fine del 1976 può essere valutato in circa \$247 miliardi.

Mentre la persistente vivacità del credito bancario internazionale nel 1976 non è giunta forse del tutto impreveduta, i risultati del mercato obbligazionario internazionale hanno superato le speranze che si nutrivano al riguardo all'inizio dell'anno. Il volume delle emissioni è aumentato di quasi il 50%, passando a \$32,9 miliardi e superando di oltre tre volte il suo livello del 1973. Tuttavia, ove si voglia raffrontare questa cifra con i dati sul credito bancario internazionale, è necessario tener conto dei rimborsi di titoli in circolazione e dei riacquisti. Per converso, la crescita delle posizioni creditorie sull'estero delle banche dichiaranti comprende indubbiamente una certa quota di obbligazioni internazionali; inoltre le banche stesse hanno attinto fondi dal mercato obbligazionario internazionale. Al netto di questi fattori, può essere sufficiente aggiungere non più di \$25 miliardi circa ai \$70 miliardi di espansione del credito bancario per ottenere una stima del volume complessivo netto dei fondi incanalati attraverso i mercati finanziari internazionali nel 1976.

La cifra di \$95 miliardi che ne risulta per l'aumento del credito internazionale netto può sembrare elevata anche in relazione al totale di circa \$70 miliardi raggiunto dalla somma dei disavanzi di parte corrente dei singoli paesi. Tuttavia, per quanto fra di esse esista una certa relazione, queste due grandezze non sono immediatamente raffrontabili. Anzitutto nel 1976 vi è stato un notevole ricorso all'indebitamento verso l'estero da parte di residenti di paesi eccedentari quali Germania e alcuni dei membri dell'OPEC. Contemporaneamente vi sono stati massicci afflussi di nuovi fondi sul mercato internazionale provenienti da paesi deficitari, con il risultato che per numerosi paesi le esigenze di finanziamento esterno sono state più ampie del disavanzo di parte corrente. Infine in parecchi paesi il ricorso all'indebitamento verso l'estero ha superato le esigenze di finanziamento, provocando cospicui incrementi nelle riserve ufficiali, a loro volta in parte investiti sui mercati internazionali. D'altra parte, questi ultimi non sono la sola fonte di finanziamento dei disavanzi di bilancia dei pagamenti; oltre che da un ragguardevole volume di crediti ufficiali, tali disavanzi sono stati in parte finanziati anche da afflussi di capitali di altro tipo.

Principali fattori operanti sui mercati internazionali.

Ampliandosi ancora l'avanzo complessivo dei paesi dell'OPEC, nel 1976 la scena monetaria internazionale ha continuato ad essere dominata da forti squilibri di parte corrente. Le massicce esigenze di finanziamento delle bilance dei pagamenti da parte di molti paesi importatori di petrolio hanno fatto sì che le loro politiche dei tassi di interesse e le loro regolamentazioni valutarie fossero rivolte a incoraggiare il ricorso dei residenti all'indebitamento all'estero; inoltre gli stessi enti del settore pubblico e gli istituti sovranazionali (questi ultimi per conto dei paesi deficitari) sono stati forti prenditori di fondi sui mercati finanziari internazionali.

Oltre al perdurare del forte squilibrio petrolifero, anche la sua redistribuzione fra i singoli gruppi di paesi importatori di petrolio ha contribuito ad alimentare la domanda di credito sui mercati internazionali. I paesi la cui bilancia delle partite correnti è peggiorata o ha continuato a restare fortemente passiva — soprattutto un certo numero di paesi sviluppati interni ed esterni al Gruppo dei Dieci — hanno mostrato

la tendenza ad accelerare il ricorso al credito estero; contemporaneamente alcuni paesi il cui saldo di parte corrente è migliorato nel 1976 hanno approfittato delle favorevoli condizioni del mercato per ricostituire le loro riserve lorde, che nei due anni precedenti si erano assottigliate in relazione al volume delle loro transazioni internazionali. Ciò vale particolarmente per i paesi in via di sviluppo non petroliferi che hanno incrementato le loro riserve di un importo pressoché uguale a quello (\$12 miliardi) della flessione nel loro disavanzo globale delle partite correnti (vedasi Capitolo VII).

Per di più, l'aumento complessivo dell'avanzo dell'OPEC non si è distribuito uniformemente fra i paesi esportatori di petrolio. Alcuni di essi con elevata capacità di importazione hanno aumentato nettamente il loro indebitamento sul mercato internazionale, con il risultato che nel 1976 anche il credito ai paesi OPEC è accelerato sensibilmente. Il solo importante gruppo di paesi per il quale l'incremento complessivo dell'indebitamento è decelerato, in linea con la migliorata posizione globale delle partite correnti, è stato quello dei paesi dell'Est europeo; però, nonostante il rallentamento, essi sono rimasti pur sempre forti prenditori.

A parte questo diffuso indebitamento riconducibile direttamente o indirettamente a considerazioni di bilancia dei pagamenti, il ricorso ai mercati internazionali nel 1976 è stato motivato anche da numerosi altri fattori. In alcuni paesi il timore che forti disavanzi di bilancio, di natura anticiclica o strutturale, potessero provocare fenomeni di sovraccarico sui mercati finanziari interni e di esclusione da essi del settore privato ha indotto il settore pubblico ad attingere ai mercati esteri. Perfino in alcuni paesi in cui non erano state applicate restrizioni monetarie dettate dalla situazione della bilancia dei pagamenti, il settore privato si è indebitato all'estero in considerazione del basso costo del credito internazionale. Infine, il mercato internazionale ha continuato ad essere utilizzato per finanziare importanti progetti di investimento.

In una situazione di tassi di interesse strettamente in linea o persino leggermente inferiori a quelli prevalenti sui mercati interni, i mercati internazionali non sembrano aver incontrato alcuna difficoltà nel soddisfare la forte domanda cui sono stati sottoposti nel 1976. Per numerose ragioni, i fondi da destinare a nuovi crediti erano abbondanti. Le banche sono rimaste in una situazione di elevata liquidità nonostante la ripresa dell'attività economica, soprattutto nei paesi in cui la politica monetaria non è stata vincolata dal disavanzo della bilancia dei pagamenti. Non realizzandosi la ripresa degli investimenti interni, esse hanno compensato con un aumento degli impieghi all'estero la scarsa domanda di credito da parte del settore privato interno. Nel 1976, le banche degli Stati Uniti, insieme alle loro affiliate estere, sembra abbiano contribuito per oltre la metà al totale del credito bancario internazionale. Inoltre il potenziale di credito internazionale delle banche tedesche e svizzere è stato rafforzato dall'impatto positivo del nuovo apprezzamento del marco e del franco svizzero sul valore in dollari della loro base di capitale.

Ai fondi provenienti dai paesi in avanzo si sono aggiunti a volte capitali erratici stornati, per motivi politici o economici, da paesi con più deboli posizioni di bilancia dei pagamenti. Il rafforzamento delle barriere contro l'afflusso di capitali in Svizzera ha contribuito a indirizzare tali fondi verso i mercati internazionali, da dove essi sono stati in parte riprestati ai paesi di provenienza.

Oltre alla crescita stessa dell'avanzo dell'OPEC, anche fattori di fiducia hanno contribuito al forte aumento dell'offerta di nuovi fondi petroliferi sul mercato internazionale. In parte come conseguenza della liquidazione di impieghi in sterline, i depositi identificati dei paesi dell'OPEC sul mercato delle eurovalute si sono nettamente accresciuti; vi sono inoltre segni di un più importante ruolo dei medesimi paesi quali investitori sui mercati obbligazionari internazionali.

Infine, anche il disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti si può dire abbia contribuito, per la prima volta dal 1973, all'offerta di fondi disponibili sul mercato internazionale. Poiché le esportazioni nette di capitali dagli Stati Uniti, inclusi i forti impieghi bancari all'estero dello scorso anno, hanno superato l'afflusso di fondi dai paesi dell'OPEC, ed essendo la bilancia delle partite correnti americana in disavanzo, i saldi ufficiali in dollari detenuti dai paesi importatori di petrolio hanno anch'essi registrato un forte incremento nel 1976. Dato che un certo numero di questi paesi tende a collocare larga parte degli incrementi delle proprie riserve al di fuori degli Stati Uniti, l'offerta di nuovi fondi sui mercati internazionali è stata alimentata anche dai depositi ufficiali di paesi importatori di petrolio, soprattutto di quelli in via di sviluppo. Trovandosi ora la bilancia delle partite correnti degli Stati Uniti in forte disavanzo, non è probabile che questa fonte di fondi scompaia nel prossimo futuro, a meno che in quel paese non intervengano un netto rialzo nei tassi di interesse e una forte domanda interna di credito bancario.

Per le banche, la concomitanza di una cospicua offerta di nuovi fondi interni e internazionali e di una debole domanda di credito all'interno ha comportato che la situazione sui mercati finanziari internazionali fosse per alcuni aspetti quella di un mercato favorevole a chi compra. I mutuatari potenziali non mancavano, ma poiché la domanda proveniva soprattutto da paesi con fragili posizioni di bilancia dei pagamenti ed elevati livelli di indebitamento con l'estero, vi era carenza di clienti di primo rango. Per di più le difficoltà che alcuni paesi in via di sviluppo incontravano nel soddisfare gli oneri del servizio del debito rendevano le banche ancor più selettive. Di conseguenza si gareggiava per soddisfare le richieste dei mutuatari considerati di primo rango e questi riuscivano a spuntare condizioni più vantaggiose. Il premio sul Libor applicato dalle banche a tali clienti è passato da circa l'1,375 % nel 1975 a poco meno dell'1 % all'inizio del 1977, mentre nello stesso tempo le dimensioni medie dei crediti concessi sono aumentate sostanzialmente. Per converso, i mutuatari in paesi con un forte indebitamento verso l'estero e scarse prospettive di miglioramento della bilancia dei pagamenti hanno incontrato crescenti difficoltà nell'ottenere credito sui mercati internazionali, e quand'anche lo hanno ottenuto, ciò è stato a condizioni più onerose che nel 1975.

La questione dei rischi.

Negli ultimi anni, la massiccia partecipazione delle banche al finanziamento internazionale e particolarmente al credito ai paesi in via di sviluppo è stata, tutto sommato, un fattore stabilizzante nell'economia mondiale. Essa solleva tuttavia due importanti quesiti: quali effetti ha il credito bancario sul funzionamento del processo internazionale di aggiustamento? I rischi assunti dalle banche sono forse divenuti eccessivi? Data la netta accelerazione del credito bancario nello scorso anno e la possibilità di un'ulteriore espansione — non vi sono infatti segni di un rallentamento nella domanda per finanziare i disavanzi — entrambi i quesiti meritano attenzione. Il primo sarà analizzato nel capitolo seguente; qui sarà trattato il problema dei rischi.

A questo proposito occorre anzitutto sottolineare che nell'attività creditizia internazionale delle banche si sono avuti non uno, ma *due* sviluppi paralleli. Il primo, descritto più sopra, è la netta espansione quantitativa dei crediti internazionali. L'altro è dato da un importante mutamento nella struttura del rischio: cioè il graduale spostamento dal credito concesso alle imprese private a quello concesso ad enti del settore pubblico o garantito dal paese mutuatario. Se da un lato questa tendenza può aver migliorato la qualità degli impieghi delle banche riducendo la quota del rischio commerciale, cosa dire però del corrispondente aumento nel "rischio-paese" o "rischio-sovrano"?

Secondo alcuni, questa mutata struttura dei rischi internazionali delle banche ha arrecato benefici che compensano il pericolo potenziale derivante dal forte incremento degli impegni internazionali globali. Il rischio-sovrano, si sostiene, costituisce in fin dei conti un pericolo molto minore di quello commerciale. Esso consiste nella possibilità che i disavanzi della bilancia dei pagamenti impediscano ad un paese di onorare il servizio del debito; in altre parole, che i mutuatari ufficiali e privati di quel paese non riescano a procurarsi la valuta necessaria per pagare gli interessi e rimborsare il capitale. Vi può essere inoltre il pericolo che un governo interrompa, per ragioni politiche, il servizio del debito proprio o di altri residenti verso le banche od altri mutuantieri esteri. Ma mentre in caso di fallimento le ditte private vengono liquidate, un paese, anche se insolvente rispetto all'estero, continuerà pur sempre ad esistere. E' quindi meno probabile che i crediti siano completamente cancellati; il problema potrà assumere piuttosto la forma di una illiquidità temporanea o di un congelamento dei crediti. In altre parole, il pericolo è quello di una proroga delle scadenze o di una moratoria dei pagamenti, anziché quello di un fallimento.

Effettivamente vi è del vero in questa tesi, del resto suffragata dall'esperienza di molti anni di pratica bancaria: le perdite sofferte sui crediti internazionali concessi a istituzioni pubbliche o garantiti da Stati sovrani sono state molto minori di quelle risultanti dai crediti all'interno o all'estero a clienti privati; essa però pecca d'incompletezza: il rischio-paese aggiunge in realtà una nuova dimensione all'attività bancaria sotto molti aspetti.

Anzitutto, la competenza richiesta per valutarlo è di natura del tutto diversa da quella che occorre per giudicare dell'affidabilità di un'impresa privata. E' necessaria una valutazione globale della situazione economica e politica del paese ed occorre inoltre rapportare i dati sulla quantità e la struttura del suo indebitamento con l'estero ad una serie di grandezze macroeconomiche quali ad esempio gli introiti valutari, attuali e in prospettiva. Mentre tutte le banche vantano un'esperienza di lunga data nel valutare i rischi commerciali, quest'altro tipo di valutazione ha portato molte di esse su un terreno nuovo. Alcune banche molto grandi hanno risposto a questa sfida con prontezza ed efficienza, ma c'è da chiedersi se altre — di medie o anche di grosse dimensioni — sono capaci di fare altrettanto.

In secondo luogo, anche ammesso che le banche acquisiscano la necessaria competenza in questo nuovo settore di attività, potrà non esser loro facile ottenere dai paesi debitori informazioni adeguate. Ciò perché gli stessi paesi debitori non hanno un'organizzazione tale da poter fornire i dati, oppure perché la forte concorrenza sul mercato del credito bancario internazionale può condurre ad un indebolimento della posizione delle banche nelle trattative, che può tradursi non solo in minori margini di profitto, ma anche in un'informazione meno accurata.

In terzo luogo, poiché il rischio-paese può valere per tutta una serie di crediti a singoli mutuatari residenti in quel paese, abbastanza spesso la somma in gioco sarà ingente anche per banche molto grandi e forse eccessiva per quelle di calibro inferiore. Per di più è probabile che il medesimo paese abbia ottenuto credito anche da altre banche, cosicché una sospensione, seppure temporanea, nel pagamento degli interessi da parte di un paese o, peggio ancora, il ricorso ad una moratoria ufficiale colpirebbe una serie di banche contemporaneamente, innescando una reazione a catena.

Come ultima ma non meno importante considerazione occorre tener presente che, in seguito alla crescita molto più veloce del credito bancario internazionale rispetto a quello interno, negli ultimi anni la struttura dei bilanci e dei conti profitti e perdite di molte banche è rapidamente mutata. Di per sé tale mutamento non è necessariamente pericoloso, purché venga adattata in conformità l'organizzazione delle banche, soprattutto nel campo del controllo e della vigilanza interna. Vi è sempre il pericolo che la logistica possa non tener dietro con la necessaria speditezza alla subitanea accelerazione della crescita commerciale.

Questi motivi di preoccupazione non si rimuovono ricorrendo a forme di vigilanza bancaria internazionale di carattere obbligatorio, che non sono realizzabili e forse neppure auspicabili. Per quel che riguarda la vigilanza a livello nazionale, si svilupperanno naturalmente pratiche diverse nei singoli paesi, secondo le tradizioni e secondo l'ampiezza dei problemi. Ma a livello internazionale si potrebbero fare progressi, orientando gli sforzi in due direzioni. Da un lato mettendo a disposizione dei mutuantici una migliore informazione sui paesi mutuatari: ci deve essere certamente il modo di raggiungere questo obiettivo, non solo pubblicando un maggior numero di statistiche, ma anche sollecitando i mutuantici a richiedere, e i mutuatari a fornire, dati più accurati ogni qual volta si negozi un nuovo prestito internazionale. D'altro canto, poiché è chiaro che ai fini di un armonioso funzionamento dell'economia internazionale è auspicabile che le banche continuino a partecipare al finanziamento delle bilance dei pagamenti ed essendovi forti probabilità che ciò avvenga, vi sono i presupposti per una maggiore cooperazione fra banche e istituzioni internazionali. In altre parole, le organizzazioni ufficiali dovrebbero assumersi una quota più ampia del credito *futuro*. Ciò dovrebbe anche contribuire a migliorare il funzionamento del processo di aggiustamento, come precisato nel Capitolo VII.

L'andamento del mercato delle eurovalute nell'accezione più ristretta.

Nel 1976 il mercato delle eurovalute ha dato prova ancora una volta di poter prosperare sotto qualsiasi costellazione congiunturale. La sua crescita, proceduta ad un ritmo molto sostenuto nel 1975 al culmine della recessione, si è protratta nel 1976, primo anno di ripresa. Le attività lorde sull'estero delle banche degli otto paesi europei dichiaranti sono aumentate di \$47,2 miliardi e le passività di \$52 miliardi, passando rispettivamente a \$305,3 e 310,7 miliardi; e il tasso di espansione del mercato ha mostrato una forte accelerazione nel corso dell'anno. L'ampliamento di \$4,8 miliardi nella posizione debitoria netta sull'estero delle banche è derivato dall'utilizzo netto di fondi in valuta per la concessione di crediti all'interno dei rispettivi paesi, ed ha rispecchiato una ripresa della domanda di fondi in eurovalute nell'ambito della stessa area europea dichiarante.

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

Fine mese	Dollari		Altre valute						
	Totale	di cui verso non banche	Totale	di cui					
				verso non- banche	Marchi tedeschi	Franchi svizzeri	Lire sterline	Florini olandesi	Franchi francesi
milioni di dollari USA									
Attività									
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 ¹	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
1973 Dic. II ² . .	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
1974 Giugno . . .	154.170	31.300	59.670	14.790	33.730	16.110	3.130	1.320	1.290
1974 Sett. . . .	148.970	31.300	52.750	15.250	30.390	13.250	2.490	1.480	1.360
1974 Dic. I . . .	155.450	34.350	58.950	18.030	34.620	14.330	2.040	1.870	1.480
1974 Dic. II ³ . .	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
1975 Giugno . . .	167.230	37.260	65.140	20.610	39.020	14.140	2.810	2.460	2.300
1975 Sett. . . .	174.620	38.430	64.250	19.970	39.320	14.050	2.560	2.170	2.270
1975 Dic. . . .	190.180	40.870	67.950	20.450	41.620	15.430	1.980	2.100	2.570
1976 Marzo . . .	188.990	42.000	72.250	20.970	44.130	16.140	2.420	2.500	2.320
1976 Giugno . . .	195.890	44.720	70.620	20.780	41.060	17.180	2.310	2.470	2.360
1976 Sett. . . .	201.720	46.670	76.160	22.430	45.120	17.590	2.490	3.000	2.360
1976 Dic. . . .	224.020	50.820	81.300	22.690	48.660	17.930	2.150	3.780	2.570
Per notizia:									
Posizione verso residenti									
1975 Dic. . . .	66.540	17.410	22.820	6.580					
1976 Marzo . . .	67.020	17.670	23.940	6.690					
1976 Giugno . . .	66.320	17.970	23.270	6.740					
1976 Sett. . . .	67.200	19.460	24.830	7.300					
1976 Dic. . . .	74.740	21.330	26.920	7.560					
Passività									
1968 Dic. . . .	26.870	6.240	6.840	1.530	3.010	2.290	800	250	230
1969 Dic. . . .	46.200	10.460	10.520	1.340	4.640	4.030	810	350	210
1970 Dic. . . .	58.700	11.240	16.590 ¹	2.450	8.080	5.720	940	550	420
1971 Dic. . . .	70.750	9.980	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	5.610	32.140	17.060	4.790	2.260	2.160
1973 Dic. II ² . .	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
1974 Giugno . . .	151.680	19.660	67.840	7.310	35.450	19.850	5.100	2.290	2.080
1974 Sett. . . .	148.930	19.830	60.180	7.410	30.740	17.090	4.300	2.370	2.440
1974 Dic. I . . .	156.180	22.440	64.750	8.100	34.220	18.250	3.560	2.760	2.270
1974 Dic. II ³ . .	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	18.180	3.920	3.440	3.090
1975 Giugno . . .	163.990	21.620	70.520	7.880	40.080	15.480	3.690	3.820	3.600
1975 Sett. . . .	170.990	22.150	67.650	7.220	38.710	14.760	3.280	3.740	3.330
1975 Dic. . . .	189.470	24.280	69.200	6.690	39.940	15.290	3.140	3.550	3.350
1976 Marzo . . .	189.330	25.310	70.940	7.690	40.330	15.010	3.780	3.630	3.420
1976 Giugno . . .	196.140	26.250	69.740	8.000	38.160	15.790	3.730	3.620	3.160
1976 Sett. . . .	203.300	27.630	74.680	8.500	41.540	15.960	3.920	3.580	3.100
1976 Dic. . . .	230.040	29.550	80.610	8.970	47.230	15.880	3.980	3.530	3.220
Per notizia:									
Posizione verso residenti									
1975 Dic. . . .	58.170	9.400	19.760	3.210					
1976 Marzo . . .	58.760	9.650	21.060	3.620					
1976 Giugno . . .	57.720	9.560	20.630	3.820					
1976 Sett. . . .	54.300	9.970	26.040	4.520					
1976 Dic. . . .	64.060	10.660	23.710	4.290					

¹ Per il 1970, aumenti di \$570 milioni nelle attività e di \$360 milioni nelle passività sono dovuti alla inclusione delle posizioni in alcune valute precedentemente non rilevate. ² 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. ³ Comprende alcune posizioni a lungo termine non dichiarate precedentemente da talune banche e alcune variazioni di scarso rilievo nel campo di rilevazione statistica.

Come di consueto, gran parte dell'espansione ha riguardato il settore in dollari del mercato, con un aumento delle attività e passività delle banche in tale moneta di \$33,8 e 40,5 miliardi, cioè del 18 e 21% rispettivamente. Il valore in dollari delle attività e passività delle banche in altre valute è aumentato di \$13,4 e 11,4 miliardi, cioè del 20 e 16% ma, come indicato a pagina 99, questi aumenti sono in gran parte dovuti a variazioni di valutazione, risultanti soprattutto dal rinnovato apprezzamento del marco tedesco e del franco svizzero rispetto al dollaro. Nonostante questi effetti di valutazione, la quota in dollari sul totale delle attività esistenti in eurovalute è rimasta praticamente invariata a circa il 73% e le quote del marco tedesco e del franco svizzero si sono mantenute anch'esse stabili al 16 e 6% rispettivamente.

Anche prescindendo dalle variazioni di valutazione, l'andamento delle posizioni lorde e nette delle banche nelle singole monete è stato fortemente influenzato dai mercati dei cambi. La posizione creditoria netta delle banche in marchi tedeschi, ad esempio, è aumentata nettamente nel primo semestre durante il periodo di agitazione sui mercati valutari, mentre si è ampliata la loro posizione debitoria netta in sterline. Nel corso dell'intero anno tuttavia, si sono avuti forti incrementi soltanto nelle posizioni nette delle banche in franchi svizzeri e fiorini olandesi. Le attività nette delle banche in franchi svizzeri sono passate da \$0,1 a 2 miliardi e il movimento è avvenuto in gran parte nel primo semestre dell'anno quando il franco era oggetto di forti pressioni al rialzo sul mercato dei cambi. La posizione netta delle banche in fiorini olandesi è passata gradualmente da \$1,4 miliardi di passività a \$0,3 miliardi di attività, nonostante un temporaneo arresto della tendenza nel secondo trimestre, quando lo stesso fiorino ha attraversato una fase delicata sui mercati dei cambi. E' chiaro che la migliorata posizione netta delle banche in valute forti non significa necessariamente che esse stesse abbiano assunto posizioni di scoperto sul mercato, ma più probabilmente ha rispecchiato loro operazioni a pronti di copertura a fronte di vendite a termine di queste monete alla clientela.

Quanto al contributo dei singoli centri allo sviluppo del mercato, le banche nel Regno Unito, con \$19,8 miliardi, si sono assunte all'incirca il 42% della crescita delle attività in eurovalute. Così come nel 1975, tale quota è leggermente inferiore a quella detenuta dalle medesime banche sul totale delle posizioni in essere. La principale ragione del ridotto ruolo della piazza di Londra anche nell'ambito dell'area europea dichiarante sembra sia da ricercare nella maggiore concentrazione della nuova attività internazionale delle banche statunitensi nei centri di New York e dell'area dei Caraibi, ed inoltre nella contrazione, in seguito al deprezzamento della sterlina, della base di capitale delle banche nel Regno Unito per transazioni in eurovalute.

Le banche nel Belgio-Lussemburgo e in Francia, i due più importanti mercati dell'Europa continentale, hanno registrato un'espansione alquanto forte nelle loro transazioni in eurovalute. Le loro attività sull'estero in valuta sono aumentate di \$10,4 e 9 miliardi rispettivamente, e per ambedue i paesi la quota di mercato è salita dal 15 a circa il 16%. La posizione netta sull'estero delle banche francesi è passata da \$0,9 miliardi di attività a \$0,7 miliardi di passività. Questo afflusso di \$1,6 miliardi, che ha certamente contribuito a finanziare il massiccio disavanzo corrente del paese, è stato in gran parte il risultato di un adattamento della politica dei tassi di interesse alle esigenze della bilancia dei pagamenti.

**Attività e passività verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta estera,
delle banche nei singoli paesi dichiaranti, negli Stati Uniti,
nell'area dei Caraibi e in Estremo Oriente.**

			1974	1975	1976			
			Dicembre	Dicembre	Marzo	Giugno	Settembre	Dicembre
			milioni di dollari USA					
Belgio- Lussem- burgo	Attività	Moneta nazionale	1.650	1.720	1.790	1.880	2.290	2.440
		Valuta estera . .	32.210	39.070	40.900	40.680	45.230	49.420
	Passività	Moneta nazionale	2.500	2.650	2.540	2.840	2.840	3.350
		Valuta estera . .	31.280	37.860	39.220	39.220	43.580	47.530
Francia	Attività	Moneta nazionale	1.080	1.180	1.160	1.170	1.400	1.450
		Valuta estera . .	31.820	39.020	40.200	40.730	42.580	47.990
	Passività	Moneta nazionale	3.680	4.370	3.670	3.880	3.920	3.810
		Valuta estera . .	32.510	38.110	38.820	39.650	42.520	48.660
Germania	Attività	Moneta nazionale	14.210	21.010	21.580	21.440	22.030	25.900
		Valuta estera . .	8.360	10.640	10.240	10.940	12.000	14.330
	Passività	Moneta nazionale	11.250	13.620	15.280	13.970	15.040	17.380
		Valuta estera . .	7.680	9.310	9.130	9.620	10.820	13.730
Italia	Attività	Moneta nazionale	600	440	380	450	340	260
		Valuta estera . .	12.510	14.980	10.720	9.020	9.470	12.290
	Passività	Moneta nazionale	1.330	1.620	1.360	1.670	1.410	1.420
		Valuta estera . .	13.610	15.040	11.340	10.560	11.260	14.950
Paesi Bassi	Attività	Moneta nazionale	2.670	3.460	3.650	3.940	4.170	4.170
		Valuta estera . .	13.350	17.350	17.460	19.170	19.350	22.000
	Passività	Moneta nazionale	2.070	2.150	2.640	3.140	3.730	4.080
		Valuta estera . .	12.600	16.370	16.040	16.730	16.850	19.580
Regno Unito	Attività	Moneta nazionale	1.850	1.700	1.770	1.920	1.980	1.800
		Valuta estera . .	102.560	118.240	121.000	125.020	127.640	138.000
	Passività	Moneta nazionale	9.530	9.240	8.680	7.310	7.090	7.130
		Valuta estera . .	111.490	128.210	131.220	135.220	137.890	148.620
Svezia	Attività	Moneta nazionale	430	570	700	730	970	810
		Valuta estera . .	2.060	2.570	2.840	2.750	2.760	2.920
	Passività	Moneta nazionale	510	580	520	590	690	670
		Valuta estera . .	1.040	1.750	2.060	2.150	2.150	2.290
Svizzera	Attività	Moneta nazionale	9.160	9.070 ¹	9.760	10.400	11.090	10.870
		Valuta estera . .	12.300	16.260	17.880	18.300	18.850	18.370
	Passività	Moneta nazionale	8.510	4.830 ¹	4.850	4.890	4.880	5.060
		Valuta estera . .	10.560	12.020	12.440	12.730	12.910	15.290
Totale	Attività	Moneta nazionale	31.650	39.150	40.790	41.930	44.270	47.700
		Valuta estera . .	215.170	258.130	261.240	266.610	277.880	305.320
	Passività	Moneta nazionale	39.380	39.860	39.540	38.290	39.600	42.900
		Valuta estera . .	220.770	258.670	260.270	265.880	277.980	310.650
Canada	Attività	Moneta nazionale	410	460	470	500	470	460
		Valuta estera . .	13.540	13.390	14.720	15.210	16.930	17.070
	Passività	Moneta nazionale	1.610	2.010	2.110	2.090	1.920	1.960
		Valuta estera . .	11.730	12.070	12.830	13.480	13.900	14.620
Giappone	Attività	Moneta nazionale	1.370	1.530	1.690	1.820	1.900	2.080
		Valuta estera . .	19.240	18.830	19.590	19.210	19.910	19.560
	Passività	Moneta nazionale	870	1.480	1.960	2.080	1.890	1.880
		Valuta estera . .	24.080	25.210	26.740	27.140	27.860	27.160
Stati Uniti	Attività	Moneta nazionale	44.960	58.330	61.940	66.460	69.720	78.770
		Valuta estera . .	1.280	1.440	1.480	1.720	1.800	1.790
	Passività	Moneta nazionale ²	59.630	58.180	58.440	61.980	63.110	69.840
		Valuta estera . .	770	560	570	690	710	750
Area dei Caraibi ed Estremo Oriente ³	Attività	Valuta estera ⁴ . .	33.230	51.090	57.970	63.850	67.960	74.930
	Passività	Valuta estera ⁴ . .	33.230	50.960	58.090	64.610	68.830	74.080

¹ Cambiamento di serie dovuto a variazioni nel campo di rilevazione. ² Esclusi i buoni e i certificati del Tesoro USA tenuti in custodia per conto di non residenti. ³ Le cifre per il 1974 si riferiscono a filiali di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman e Panama; i dati per il 1975 e il 1976 si riferiscono anche alle filiali di banche USA a Hong Kong e Singapore. ⁴ Compresa quantità trascurabili in moneta nazionale.

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

			1974 Dic.	1975 Dic.	1976			
			milioni di dollari USA					
					Marzo	Giugno	Sett.	Dic.
Belgio- Lussemburgo	Attività	Dollari USA . . .	15.210	18.670	20.200	20.700	22.080	25.020
		Altre valute estere .	17.000	20.400	20.700	19.980	23.150	24.400
	Passività	Dollari USA . . .	13.350	17.960	18.990	19.040	20.950	22.950
		Altre valute estere .	17.930	19.900	20.230	20.180	22.630	24.580
Francia	Attività	Dollari USA . . .	24.210	29.690	29.110	30.540	31.640	36.180
		Altre valute estere .	7.610	9.330	11.090	10.190	10.940	11.910
	Passività	Dollari USA . . .	22.650	27.000	26.890	28.130	30.230	36.050
		Altre valute estere .	9.860	11.110	11.930	11.520	12.290	12.610
Germania	Attività	Dollari USA . . .	6.140	7.700	7.260	7.470	8.480	10.570
		Altre valute estere .	2.220	2.940	2.980	3.470	3.520	3.760
	Passività	Dollari USA . . .	6.160	7.400	7.340	7.550	8.510	11.290
		Altre valute estere .	1.520	1.910	1.790	2.070	2.310	2.440
Italia	Attività	Dollari USA . . .	9.770	12.100	8.170	6.890	6.930	9.590
		Altre valute estere .	2.740	2.890	2.550	2.130	2.540	2.700
	Passività	Dollari USA . . .	10.440	11.830	8.680	8.060	8.430	11.660
		Altre valute estere .	3.170	3.210	2.660	2.500	2.830	3.290
Paesi Bassi	Attività	Dollari USA . . .	7.960	10.400	10.740	12.190	12.170	13.920
		Altre valute estere .	5.390	6.950	6.720	6.980	7.180	8.080
	Passività	Dollari USA . . .	6.280	10.670	10.500	11.260	11.090	12.390
		Altre valute estere .	6.320	5.700	5.540	5.470	5.760	7.190
Regno Unito	Attività	Dollari USA . . .	82.690	96.940	97.460	101.920	103.760	112.580
		Altre valute estere .	19.870	21.300	23.540	23.100	23.880	25.420
	Passività	Dollari USA . . .	88.840	104.170	106.290	111.010	112.920	122.480
		Altre valute estere .	22.650	24.040	24.930	24.210	24.970	26.140
Svezia	Attività	Dollari USA . . .	1.320	1.790	1.920	1.850	1.940	2.040
		Altre valute estere .	740	780	920	900	820	880
	Passività	Dollari USA . . .	560	1.020	1.210	1.280	1.320	1.420
		Altre valute estere .	480	730	850	870	830	870
Svizzera	Attività	Dollari USA . . .	8.930	12.890	14.130	14.430	14.720	14.120
		Altre valute estere .	3.370	3.370	3.750	3.870	4.130	4.250
	Passività	Dollari USA . . .	8.150	9.420	9.430	9.810	9.850	11.800
		Altre valute estere .	2.410	2.600	3.010	2.920	3.060	3.490
Totale	Attività	Dollari USA . . .	156.230	190.180	188.990	195.990	201.720	224.020
		Altre valute estere .	58.940	67.950	72.250	70.620	76.160	81.300
	Passività	Dollari USA . . .	156.430	189.470	189.330	196.140	203.300	230.040
		Altre valute estere .	64.340	69.200	70.940	69.740	74.680	80.610
Canada	Attività	Dollari USA . . .	12.700	12.640	13.970	14.330	16.030	16.120
		Altre valute estere .	840	750	750	880	900	950
	Passività	Dollari USA . . .	11.090	11.560	12.340	12.890	13.310	13.980
		Altre valute estere .	640	510	490	590	590	640
Giappone	Attività	Dollari USA . . .	17.150	16.960	17.780	17.380	18.010	17.530
		Altre valute estere .	2.090	1.870	1.810	1.830	1.900	2.030
	Passività	Dollari USA . . .	22.960	24.340	25.730	26.200	26.920	26.200
		Altre valute estere .	1.120	870	1.010	940	940	960
Area dei Caraibi ed Estremo Oriente ¹	Attività	Altre valute estere ²	33.230	51.090	57.870	63.850	67.960	74.930
	Passività	Altre valute estere ²	33.230	50.960	58.090	64.610	68.830	74.080

¹ Le cifre per il 1974 si riferiscono a filiali di banche USA nelle Bahamas, Panama e Isole Cayman; i dati per il 1975 e 1976 si riferiscono anche a filiali di banche USA in Hong Kong e Singapore. ² Compresa quantità trascurabili in moneta nazionale.

In Italia, di riflesso alle incertezze economiche e politiche gravanti sul paese, nel 1976 le attività in valuta verso l'estero delle banche hanno nel complesso presentato una nuova flessione, pur essendovi stato un parziale recupero nel secondo semestre dell'anno. Di conseguenza la quota di mercato delle banche italiane, che alcuni anni fa aveva raggiunto il 14 %, ha continuato a contrarsi passando dal 6 al 4 %. Poiché le banche hanno mantenuto invariate le loro passività sull'estero, la diminuzione nelle attività ha trasformato la preesistente situazione di sostanziale equilibrio in una posizione debitoria netta sull'estero di \$ 2,7 miliardi. Questo afflusso di fondi attraverso le banche, insieme all'ingente indebitamento ufficiale, non solo ha colmato il disavanzo delle partite correnti del paese, ma ha dato anche luogo ad un sensibile incremento delle riserve ufficiali. Tale comportamento delle banche è da collegare soprattutto a una nuova regolamentazione che ha imposto ai residenti italiani di indebitarsi in valuta a fronte sia dei pagamenti anticipati delle importazioni sia degli incassi posticipati delle esportazioni, ed inoltre all'imposizione di un massimale all'espansione del credito bancario in lire. Per effetto di questi provvedimenti, i crediti in valuta delle banche italiane a residenti sono aumentati fortemente, passando da \$ 1,4 a 3,8 miliardi; tale tendenza è continuata durante il primo trimestre del 1977.

Passando a considerare i paesi con un ingente avanzo di parte corrente, si osserva che le banche in Germania hanno fortemente ampliato le operazioni in eurovalute; le loro attività sull'estero in valuta sono aumentate di \$ 3,7 miliardi, cioè del 35 %. Per di più esse hanno accresciuto di \$ 4,9 miliardi le loro attività sull'estero in moneta nazionale. Tuttavia, contrariamente agli anni precedenti, le banche tedesche sembrano aver assunto un ruolo più attivo come intermediarie piuttosto che come fornitrici nette di fondi al mercato internazionale. Per effetto di una rapida accelerazione nella crescita delle loro passività nei confronti di non residenti, la loro posizione creditoria netta sull'estero in moneta nazionale e in valute, balzata da \$ 3,6 a 8,7 miliardi nel 1975, è aumentata di appena \$ 0,4 miliardi. Analogamente, le banche in Svizzera, che erano state forti esportatrici nette di fondi nel 1975, hanno presentato appena un modesto aumento - di \$ 0,2 miliardi, passando a \$ 8,9 miliardi - nella loro posizione creditoria netta sull'estero. Queste cifre non comprendono tuttavia i fondi che le banche svizzere incanalano sul mercato internazionale agendo in qualità di fiduciarie. Mentre la posizione creditoria netta in valuta sull'estero delle banche in Germania e Svizzera in effetti si è ridotta - fenomeno che va senza dubbio collegato alla forza del marco tedesco e del franco svizzero sui mercati dei cambi - la posizione creditoria netta sull'estero in valuta delle banche olandesi è passata da \$ 1,0 a 2,4 miliardi. La maggior parte di questo deflusso ha avuto luogo nel secondo trimestre, allorché il fiorino olandese è stato oggetto di pressioni al ribasso sul mercato dei cambi. D'altro canto, la posizione netta sull'estero in fiorini delle banche olandesi è calata da \$ 1,3 a 0,1 miliardi nel corso dell'anno.

Al netto delle duplicazioni contabili, si può stimare che nel 1976 il volume totale dell'eurocredito in essere dei centri europei dichiaranti è aumentato da \$ 205 a 247 miliardi cioè di circa il 20 %. Dal lato degli *impieghi*, l'assorbimento di fondi in eurovalute nell'ambito dell'area europea dichiarante è balzato da circa \$ 1,5 miliardi nel 1975 a \$ 12 miliardi nel 1976. I crediti diretti concessi al settore non bancario sono aumentati di circa \$ 8 miliardi; le maggiori componenti di questo aumento sono costituite da nuovi crediti in eurovalute ai residenti da parte delle banche in Italia, nel Regno Unito e in Svizzera, rispettivamente per \$ 2,4, \$ 1,1 e \$ 0,6 miliardi, e da \$ 1,5 miliardi di nuovi crediti concessi al settore non bancario tedesco da banche straniere.

Fonti e impieghi dei fondi in eurovalute. Stime.

Fine mese	Area europea dichiarante		Stati Uniti	Canada e Giappone	Altri paesi sviluppati	Europa orientale ²	Centri bancari off-shore ⁴	Paesi esportatori di petrolio ⁵	Paesi in via di sviluppo	Non classificati ⁶	Totale
	Totale ¹	di cui: Settore non bancario ³									
Impieghi											
1973 Dic. . . .	49,0	29,5	13,5	12,7	14,7	7,4	18,7	3,3	11,0	1,7	132,0
1974 Dic. . . .	61,5	41,3	18,2	18,2	20,4	10,1	26,7	3,5	15,7	2,7	177,0
1975 Marzo . . .	64,3	44,3	15,4	20,1	21,7	12,2	29,4	3,8	15,8	3,3	186,0
Giugno . . .	63,6	45,0	16,1	20,2	24,3	12,8	30,5	4,3	16,8	3,4	192,0
Sett. . . .	62,1	43,2	16,7	21,2	23,9	13,8	33,0	4,8	17,5	3,0	196,0
Dic. . . .	63,0	43,6	16,6	20,2	25,8	15,9	35,5	5,3	19,5	3,2	205,0
1976 Marzo . . .	65,0	44,4	16,1	22,4	26,3	17,4	34,9	6,0	19,9	3,0	211,0
Giugno . . .	64,4	45,1	16,9	22,6	27,8	18,5	38,0	6,9	21,3	2,6	219,0
Sett. . . .	68,2	48,3	17,7	22,9	30,1	19,6	38,3	8,1	22,5	2,6	230,0
Dic. . . .	75,1	51,5	18,3	21,6	33,0	20,8	40,7	9,6	24,7	3,2	247,0
Fonti											
1973 Dic. . . .	50,8	27,5	9,5	9,8	17,7	3,7	12,5	10,0	14,6	3,4	132,0
1974 Dic. . . .	67,8	36,2	11,9	8,7	18,5	5,1	17,8	29,1	15,5	2,6	177,0
1975 Marzo . . .	73,0	37,8	12,5	8,8	17,8	4,5	18,2	31,8	16,1	3,3	186,0
Giugno . . .	75,7	36,5	13,3	8,1	18,3	3,9	21,3	32,5	16,1	2,9	192,0
Sett. . . .	77,3	38,0	14,3	8,9	19,4	4,5	20,5	32,3	15,5	3,3	196,0
Dic. . . .	79,5	38,5	15,4	9,3	19,9	5,4	21,8	34,6	16,2	3,9	205,0
1976 Marzo . . .	82,0	40,0	15,0	9,0	20,6	5,0	24,1	34,4	16,5	4,4	211,0
Giugno . . .	81,2	41,0	17,4	9,8	19,3	5,2	26,8	37,4	17,1	4,8	219,0
Sett. . . .	84,3	42,7	17,4	10,0	20,6	5,3	27,0	41,1	18,9	5,4	230,0
Dic. . . .	87,6	44,7	18,8	10,5	21,3	6,4	30,1	45,2	21,3	5,8	247,0

¹ Include: a) sotto la voce "Impieghi", le conversioni da parte delle banche di valuta estera in moneta nazionale e i fondi in valuta estera forniti dalle banche dichiaranti alle banche commerciali del paese di emissione della moneta 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 valuta e i fondi in valuta che le banche dichiaranti hanno ricevuto dalle banche nel paese di emissione della moneta in questione (ad esempio, fondi ricevuti in DM da banche tedesche). ² 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. ³ Escluse le posizioni nei confronti della Repubblica democratica tedesca delle banche situate nella Repubblica federale. ⁴ Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Hong Kong, Indie occidentali, Isole Cayman, Libano, Liberia, Nuove Ebridi, Panama, Singapore. ⁵ Algeria, Arabia Saudita, Bahrain, Brunei, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar, Trinidad e Tobago, Venezuela. ⁶ Include le posizioni nei confronti di istituzioni internazionali.

All'esterno dell'area europea dichiarante, l'anno scorso i crediti verso gli Stati Uniti sono aumentati di \$1,7 miliardi, dopo essere diminuiti quasi di altrettanto nel 1975: l'aumento dei crediti verso il settore bancario è stato maggiore di questa cifra, mentre si sono contratti da \$4,2 a 3,7 miliardi i crediti verso il settore non bancario. Anche i crediti verso il Canada hanno mostrato un andamento analogo, crescendo di \$1 miliardo lo scorso anno, dopo una flessione di \$0,4 miliardi nel 1975. I crediti verso il Giappone — soprattutto nella forma di prestiti al settore bancario — aumentati di \$2,4 miliardi nel 1975, sono cresciuti di altri \$1,9 miliardi nel primo trimestre del 1976. Tuttavia, durante il resto dell'anno, essi si sono contratti di \$1,5 miliardi; questo andamento va visto nel contesto della tendenza al rafforzamento mostrata dalla bilancia dei pagamenti giapponese. Inoltre si è registrata una flessione, da \$8,9 miliardi nel 1975 a \$5,2 miliardi lo scorso anno, nei fondi che le banche europee dichiaranti hanno convogliato verso i centri *offshore*.

Il credito delle banche europee dichiaranti ai paesi esterni al Gruppo dei Dieci ha continuato ad espandersi ad un ritmo elevato. Hanno mostrato un'accelerazione il nuovo credito concesso agli "altri paesi sviluppati" (da \$5,4 miliardi nel

1975 a \$7,2 miliardi), quello ai paesi esportatori di petrolio (da \$1,8 a 4,3 miliardi) e quello ai paesi in via di sviluppo non petroliferi (da \$3,8 a 5,2 miliardi). Il nuovo credito all'Europa orientale è cresciuto un po' meno che nel 1975, cioè di \$4,9 miliardi, il che rappresenta pur sempre un tasso di espansione di oltre il 30% e porta il totale in essere ad una cifra doppia rispetto a due anni prima. Inoltre può essere interessante notare che alla fine del 1976 i crediti dell'euromercato verso i paesi dell'Europa orientale erano inferiori di appena il 16% a quelli verso i paesi in via di sviluppo.

Dal lato delle *fonti*, un tratto significativo è dato dalla netta accelerazione nell'afflusso di fondi provenienti dai paesi esportatori di petrolio. Dopo un aumento di \$5,5 miliardi nel 1975, lo scorso anno i nuovi depositi identificati provenienti da questi paesi sono cresciuti di \$10,6 miliardi. Mentre negli anni precedenti Londra aveva attratto oltre il 75% dei depositi in eurovalute dei paesi dell'OPEC, nel 1976 quasi metà dei nuovi fondi è affluita ai centri dell'Europa continentale. Il grosso dei fondi si è indirizzato verso il settore in dollari dell'euromercato, mentre l'incremento degli altri depositi è stato di appena \$1,4 miliardi ed ha riguardato soprattutto il settore dell'euromarco.

Un'altra caratteristica di rilievo per quanto riguarda le fonti è stata la crescita nell'offerta di nuovi fondi sul mercato da parte dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, che è passata da \$0,7 miliardi nel 1975 a \$5,1 miliardi, cifra pressoché corrispondente all'aumento dei crediti delle banche verso questi paesi. Pertanto nel 1976, a differenza degli anni precedenti, i paesi in via di sviluppo non sono stati, nel complesso, importanti prenditori netti di fondi sull'euromercato.

Si è anche registrata una forte accelerazione, da \$7,1 a circa \$14 miliardi, nell'ammontare di nuovi fondi affluiti all'euromercato dai paesi non europei del Gruppo dei Dieci e dai centri bancari *offshore*; questo andamento va probabilmente messo in relazione con la ripresa della domanda di fondi in eurovalute nell'ambito dell'area europea dichiarante. L'offerta di nuovi fondi proveniente dall'interno dell'area stessa è diminuita da circa \$12 miliardi nel 1975 a pressappoco \$8 miliardi. Sono aumentati i depositi diretti da parte del settore non bancario ma, a differenza che nel 1975, le banche dichiaranti non hanno contribuito in larga misura a rifornire l'euromercato di nuovi fondi.

L'attività complessiva di credito internazionale delle banche.

Le tabelle a pagina 114 e 115 forniscono un quadro di massima del ruolo svolto dalle banche come intermediari finanziari internazionali. Esse mostrano le attività e passività totali verso l'estero delle banche nei paesi del Gruppo dei Dieci e delle filiali estere di banche statunitensi in alcuni centri *offshore*, nei confronti di singoli paesi e di gruppi di paesi. Come già spiegato nella Relazione dell'anno scorso, le posizioni nei confronti dei paesi del Gruppo dei Dieci e dei vari centri *offshore* sono influenzate fortemente dal ruolo svolto da questi paesi come centri del mercato, e dicono molto poco circa la loro importanza come fornitori o utilizzatori di fondi sul mercato internazionale. Di conseguenza l'utilità delle tabelle consiste soprattutto nell'informazione che forniscono sulle posizioni delle banche dichiaranti nei confronti di paesi che non sono centri finanziari internazionali. Occorre inoltre notare che i dati comprendono le posizioni sia a lungo che a breve termine e sia nei confronti

delle banche che del settore non bancario. E' lecito ipotizzare comunque che la maggior parte dei fondi a breve prestati alle banche situate in paesi che non sono centri finanziari internazionali sia da esse destinata al credito interno, per quanto non possa escludersi che una certa parte venga riprestata a paesi terzi.

Un'ulteriore precisazione da tener presente è che le cifre relative alle posizioni delle banche nei confronti dei singoli paesi, qui di seguito riportate, sono leggermente superiori a quelle della tabella a pagina 114 e 115, poiché si è cercato di imputare ai vari paesi le poste residuali delle rispettive aree geografiche.

Come mostra la tabella a pagina 116, l'aumento stimato delle attività delle banche dichiaranti verso i paesi in via di sviluppo non petroliferi (esclusi i centri *offshore*) è stato di \$18 miliardi, portando il totale a \$81 miliardi, contro un aumento di circa \$16-17 miliardi nel 1975. Solo il 29% del credito del 1976 ha riguardato l'euromercato in senso stretto; il 44% è stato fornito dalle filiali delle banche statunitensi nei centri *offshore* e un altro 18% ha rappresentato fondi prestati direttamente dagli Stati Uniti. Dato che le affiliate delle banche statunitensi partecipano anche molto attivamente all'euromercato, può calcolarsi che nel 1976 le banche degli Stati Uniti e le loro affiliate estere abbiano fornito da sole oltre i due terzi dei nuovi crediti ai paesi in via di sviluppo. Quanto alla distribuzione geografica del credito, l'America Latina ha ricevuto \$13,9 miliardi, cioè il 78%, mentre il credito delle banche dichiaranti nei confronti dei paesi in via di sviluppo non petroliferi del Medio Oriente, degli "Altri paesi dell'Asia" e degli "Altri paesi dell'Africa" è aumentato rispettivamente di appena \$1,1, 1,8 e 1,1 miliardi. Fra i paesi dell'America Latina, i mutuatari di gran lunga maggiori sono stati Brasile e Messico: essi hanno rispettivamente assorbito circa \$6,5 e 5 miliardi (inclusa la loro quota stimata nella voce residuale) e alla fine dell'anno risultavano destinatari di oltre il 50% dei crediti delle banche dichiaranti verso i paesi in via di sviluppo non petroliferi. In Asia i maggiori mutuatari sono stati Corea del Sud e Filippine, per circa \$0,6 miliardi ciascuno.

Nel 1976, forse più sorprendente del netto aumento dei crediti delle banche dichiaranti verso i paesi in via di sviluppo è stata la forte crescita delle loro passività nei confronti di questo gruppo di paesi. Accresciutesi di soli \$3 miliardi circa nel 1975, si può stimare che esse siano aumentate nel 1976 da \$37 a 50 miliardi; dell'incremento di \$13 miliardi il 40% è stato depositato sull'euromercato in senso stretto e il 50%, in parti pressoché uguali, presso le banche negli Stati Uniti e le loro filiali nei centri *offshore*. Una parte sostanziale di questi fondi, soprattutto di quelli depositati negli Stati Uniti e sull'euromercato, ha rappresentato senza dubbio riserve ufficiali acquisite dai paesi in via di sviluppo soprattutto in seguito al loro ricorso al credito bancario all'estero. In effetti, i più forti depositanti sono stati: Brasile (circa \$3 miliardi) e Messico (\$1,2 miliardi). Nel complesso tuttavia, la distribuzione dei depositi e dell'indebitamento non è stata molto simmetrica; così il contributo degli "Altri paesi dell'Asia" all'offerta di nuovi fondi, pari a \$4,3 miliardi, è stato molto superiore alla loro quota d'indebitamento. Di conseguenza i paesi in via di sviluppo compresi fra gli "Altri paesi dell'Asia" sono stati fornitori netti per \$2,5 miliardi, mentre l'America Latina è stata prenditrice netta per circa \$8 miliardi.

Il nuovo credito delle banche dichiaranti ai paesi esportatori di petrolio è accelerato nettamente, passando da circa \$3 miliardi nel 1975 a quasi \$10 miliardi nel 1976; i più forti mutuatari entro questo gruppo sono stati Venezuela, Iran e Indonesia. Inoltre in questa cifra è compreso un aumento di circa \$2 miliardi nei

**Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta,
delle banche nei paesi del Gruppo dei Dieci e nella Svizzera e delle filiali
estere di banche USA nell'area dei Caraibi e nell'Estremo Oriente.¹**

Milioni di dollari USA,
fine dicembre 1976.

Passività/attività verso	Passività	Attività	Passività/attività verso	Passività	Attività
Gruppo dei Dieci			Europa orientale² (continuazione)		
Belgio-Lussemburgo HCJU	22.283	27.765	Repubblica dem. tedesca	616	3.575
Francia HCJU	30.986	27.000	Romania	295	732
Germania (R.F.T.) HCJU	22.325	26.338	Ungheria	899	3.051
Italia HCJU	10.206	16.749	Unione Sovietica CU	3.724	10.345
Paesi Bassi HCJU	18.604	13.240	Posta residuale HCJU	695	2.984
Regno Unito HCJU	75.074	62.134	Totale	7.666	28.973
Svezia HCJU	2.613	5.372			
Svizzera CJU	59.253	12.937	Area dei Caraibi		
Canada HJU	12.607	9.352	Antille olandesi U	1.711	1.421
Giappone HCU	10.247	34.073	Bahamas JU	16.656	34.682
Stati Uniti HCJ	56.261	33.270	Barbados	37	646
Totale	320.459	270.230	Bermuda J	3.300	893
Altri paesi dell'Europa occidentale			Cuba JU	84	1.007
Andorra	54	5	Giamaica	68	394
Austria CU	5.345	5.367	Haiti	13	13
Cipro	322	115	Indie occidentali (RU)	599	332
Danimarca CU	1.706	4.703	Isole Cayman	6.079	5.970
Finlandia CU	1.009	3.586	Panama JU	5.643	7.886
Gibilterra	54	4	Repubblica Dominicana	7	153
Grecia CJU	3.068	2.990	Trinidad e Tobago	398	24
Irlanda C	1.481	1.634	Posta residuale HCJU	4.935	9.839
Islanda	75	204	Totale	39.530	63.260
Liechtenstein	252	469			
Malta	520	5	America Latina		
Monaco	22	1	Argentina JU	3.138	3.402
Norvegia CU	2.141	5.239	Belize	24	9
Portogallo CU	820	865	Bolivia	100	273
Spagna CU	6.348	7.773	Brasile JU	6.780	21.215
Turchia CJU	545	2.063	Cile JU	718	1.093
Vaticano	118	—	Colombia JU	913	1.632
Jugoslavia CJU	1.818	2.223	Costa Rica	86	238
Posta residuale HCJU	6.865	5.477	Ecuador J	253	494
Totale	32.563	42.723	El Salvador	83	125
Altri paesi sviluppati			Guatemala	111	171
Australia CU	970	2.481	Guyana	35	39
Nuova Zelanda C	297	854	Honduras	77	150
Sud Africa CU	775	6.969	Messico JU	4.400	17.850
Posta residuale HCJ	349	1.480	Nicaragua	55	340
Totale	2.391	11.784	Paraguay	42	57
Europa orientale²			Perù JU	369	2.829
Albania	83	5	Surinam	135	8
Bulgaria	355	1.973	Uruguay U	505	168
Cecoslovacchia	356	866	Venezuela JU	7.260	5.326
Polonia	643	5.442	Posta residuale HCJU	5.440	6.960
			Totale	30.524	62.279

Nota: una completa scomposizione per paesi delle passività e attività delle banche dichiaranti è disponibile solo per le banche in Belgio-Lussemburgo, Francia, Germania (R.F.T.), Italia, Paesi Bassi, Regno Unito e Svezia e per le filiali di banche USA nell'area dei Caraibi e in Estremo Oriente. Per le banche negli altri paesi dichiaranti - Canada, Giappone, Stati Uniti, Svizzera - la scomposizione per paesi non è completa. I paesi mutuatari per i quali è disponibile il dettaglio sono contrassegnati dalle lettere C (Canada), J (Giappone), H (Svizzera) e U (Stati Uniti). Le passività delle banche negli Stati Uniti escludono i buoni e i certificati del Tesoro USA tenuti in custodia dalle banche per conto di non residenti.

Passività/attività verso	Passività	Attività	Passività/attività verso	Passività	Attività
Medio Oriente			Altri paesi dell'Africa (continuazione)		
Paesi esportatori di petrolio: J ¹			Senegal	65	73
a) con bassa capacità d'importazione:			Sierra Leone	41	14
Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Qatar,	30.173	2.024	Somalia	77	3
b) con elevata capacità d'importazione:			Sudan	142	298
Bahrain, Iran, Iraq, Libia e Oman	11.438	6.359	Swaziland	6	13
Altri paesi:			Tanzania	145	6
Egitto JU	2.016	1.242	Togo	35	22
Giordania	510	62	Tunisia	305	63
Israele JU	2.875	2.538	Uganda	46	15
Libano	2.582	339	Zaire U	364	811
Siria	497	163	Zambia J	158	393
Yemen	516	31	Posta residuale CU	1.153	1.776
Yemen (R.D.P.)	245	3			
Posta residuale ⁴ HCJU	8.520	2.542	Totale	9.167	11.693
Totale	59.372	15.303	Altri paesi dell'Asia		
Altri paesi dell'Africa			Afganistan	82	—
Afars e Issas			Bangladesh	118	4
territ. fr.	36	2	Brunei	880	24
Algeria J	2.150	1.746	Burma	50	21
Alto Volta	6	2	Cambogia	42	—
Angola	102	30	Cina U	1.382	301
Benin	31	3	Corea N.	222	390
Botswana/Lesotho	34	38	Corea S. JU	2.150	3.902
Burundi	21	7	Figi	31	17
Camerun	77	60	Filippine JU	1.836	2.611
Canarie	—	9	Hong Kong JU	5.670	7.327
Clad	14	5	India JU	1.103	468
Congo	52	51	Indonesia JU	1.444	3.439
Costa d'Avorio	386	392	Malaysia J	1.334	945
Etiopia	289	1	Nepal	48	1
Gabon	89	273	Nuove Ebridi	36	93
Ghana	82	90	Papua-Nuova Guinea	85	22
Guinea	13	37	Pakistan J	383	162
Kenia J	445	103	Polinesia francese	17	21
Impero centroafricano	18	2	Sikkim/Bhutan	17	11
Liberia J	1.091	4.400	Singapore HJ	6.597	8.626
Madagascar	59	2	Sri Lanka	41	9
Malawi	43	53	Tailandia JU	963	1.433
Mali	12	1	Taiwan JU	2.330	2.561
Marocco U	728	541	Vietnam	121	47
Mauritania	75	8	Posta residuale CU	2.102	1.762
Maurizio	38	5	Totale	29.084	34.197
Mozambico	99	2	Istituzioni internazionali U ²	3.939	1.162
Namibia	4	24	Partite non classificate HCJU	8.881	5.965
Niger	53	16	Totale generale	543.576	547.569
Nigeria J	478	263	Per notizia:		
Rodesia	34	37	Paesi esportatori di petrolio HJU	62.723	23.133
Ruanda	71	3			

¹ Filiali estere di banche USA nelle isole Bahamas e Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ² Escluse le posizioni nei confronti della Repubblica democratica tedesca delle banche situate nella Repubblica federale tedesca. ³ Comprende soltanto le posizioni di banche giapponesi verso Kuwait, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq e Libia. ⁴ 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"). ⁵ Sono esclusi - con l'eccezione delle banche olandesi e del Regno Unito e delle filiali estere di banche USA nell'area del 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".

Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta,
delle banche nei paesi del Gruppo dei Dieci e nella Svizzera e delle filiali
estere di banche USA nell'Area dei Caraibi e nell'Estremo Oriente.¹

	1975	1976			
	dicembre	marzo	giugno	settembre	dicembre
	in miliardi di dollari USA				
Posizioni creditorie delle banche verso:					
Gruppo dei Dieci e Svizzera	235,1	239,7	241,0	248,8	270,2
di cui: Area europea dichiarante	165,4	166,6	166,0	170,8	193,4
Stati Uniti	30,7	31,7	32,1	33,8	33,3
Canada	7,1	7,9	8,6	9,3	9,4
Giappone	31,9	33,5	34,3	34,9	34,1
Centri bancari offshore ²	61,9	67,2	72,5	76,8	83,7
Altri paesi dell'Europa occidentale	31,8	32,6	35,0	38,3	42,7
Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa	9,0	10,0	10,7	11,4	11,8
Europa orientale	21,6	23,6	25,1	26,8	29,0
Paesi esportatori di petrolio	14,3	15,5	17,3	20,0	24,1
Paesi in via di sviluppo non petroliferi	63,0	65,7	70,2	73,5	80,9
di cui: America Latina ³	43,5	46,1	49,6	51,8	57,4
Medio Oriente	3,3	3,0	3,2	3,5	4,4
Altri paesi dell'Asia	12,9	13,2	13,9	14,3	14,7
Altri paesi dell'Africa	3,3	3,4	3,5	3,9	4,4
Partite non classificate ⁴	5,0	5,0	4,9	4,5	5,2
Totale	441,7	459,3	476,7	500,1	547,6
Passività delle banche verso:					
Gruppo dei Dieci e Svizzera	270,1	277,8	284,3	294,4	320,5
di cui: Area europea dichiarante	209,1	210,5	210,6	216,5	241,4
Stati Uniti	42,0	45,8	51,9	54,2	56,3
Canada	9,9	11,3	11,8	12,6	12,6
Giappone	9,1	10,2	10,0	11,1	10,2
Centri bancari offshore ²	40,8	44,8	49,4	51,5	56,2
Altri paesi dell'Europa occidentale	31,1	30,3	29,4	31,1	32,6
Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa	2,1	2,6	2,2	2,1	2,4
Europa orientale	6,3	5,7	6,2	6,1	7,7
Paesi esportatori di petrolio	51,8	52,4	54,6	59,1	64,2
Paesi in via di sviluppo non petroliferi	36,7	37,8	41,4	43,1	49,4
di cui: America Latina ³	16,3	16,5	17,6	17,7	22,3
Medio Oriente	5,9	6,2	6,7	6,7	7,1
Altri paesi dell'Asia	10,4	10,8	12,4	13,5	14,7
Altri paesi dell'Africa	4,1	4,3	4,7	5,2	5,3
Partite non classificate ⁴	8,2	8,1	9,2	8,7	10,6
Totale	447,1	459,5	476,7	496,1	543,6

Nota: le cifre di questa tabella sono in parte basate su stime.

¹ Filiali estere di banche USA nelle Isole Bahamas e Cayman, in Panama, a Hong Kong e Singapore. ² Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Hong Kong, Indie occidentali, Isole Cayman, Libano, Liberia, Nuove Ebridi, Panama, Singapore. ³ Comprende i paesi dell'area dei Caraibi che non possono essere considerati centri bancari offshore. ⁴ Comprende istituzioni internazionali.

crediti verso il Bahrain, come riflesso del ruolo emergente di questo paese quale centro bancario *offshore*. Le passività verso i paesi esportatori di petrolio, aumentate di \$8-9 miliardi nel 1975, sono salite di \$12,4 miliardi, cioè di soli \$2,6 miliardi in più rispetto ai nuovi crediti delle banche verso questi paesi. Quasi il 60% di questi fondi sembra sia provenuto da paesi del Medio Oriente con bassa capacità di importazione, mentre quelli con elevata capacità di importazione della stessa area hanno fornito oltre \$3 miliardi, e circa \$1 miliardo è provenuto dall'Indonesia. Ben l'85% dei nuovi fondi petroliferi è stato depositato sull'euromercato, il 12% presso banche negli Stati Uniti e solo il 5% presso filiali di banche statunitensi nei centri *offshore*; in seguito alla liquidazione di impieghi in sterline, i depositi sui mercati nazionali europei hanno presentato, nel complesso, una flessione.

I crediti all'Europa orientale sono aumentati di \$7,4 miliardi, passando a \$29 miliardi. L'aumento si deve per due terzi all'euromercato, mentre un ulteriore 19% è stato fornito nella forma di crediti in moneta nazionale dalle banche negli stessi paesi europei dichiaranti. I più forti mutuatari sono stati: l'Unione Sovietica che con l'attribuzione della parte residuale ha ricevuto oltre \$2,5 miliardi, la Polonia (circa \$1,8 miliardi), la Repubblica democratica tedesca (oltre \$1 miliardo) e l'Ungheria (circa \$1 miliardo). Le passività delle banche dichiaranti verso l'Europa orientale — soprattutto l'Unione Sovietica — sono aumentate di \$1,4 miliardi.

Rispecchiando il protrarsi di forti disavanzi di parte corrente e le conseguenti esigenze di finanziamento, i crediti delle banche dichiaranti verso i paesi sviluppati al di fuori del Gruppo dei Dieci sono aumentati di \$13,7 miliardi, cioè di oltre un terzo, passando ad un totale di \$54,5 miliardi. Le passività verso questi paesi sono aumentate di appena \$1,8 miliardi raggiungendo i \$35 miliardi. I più forti mutuatari sono stati Spagna e Sud Africa (con circa \$2,7 miliardi ciascuno) e Danimarca (oltre \$2 miliardi).

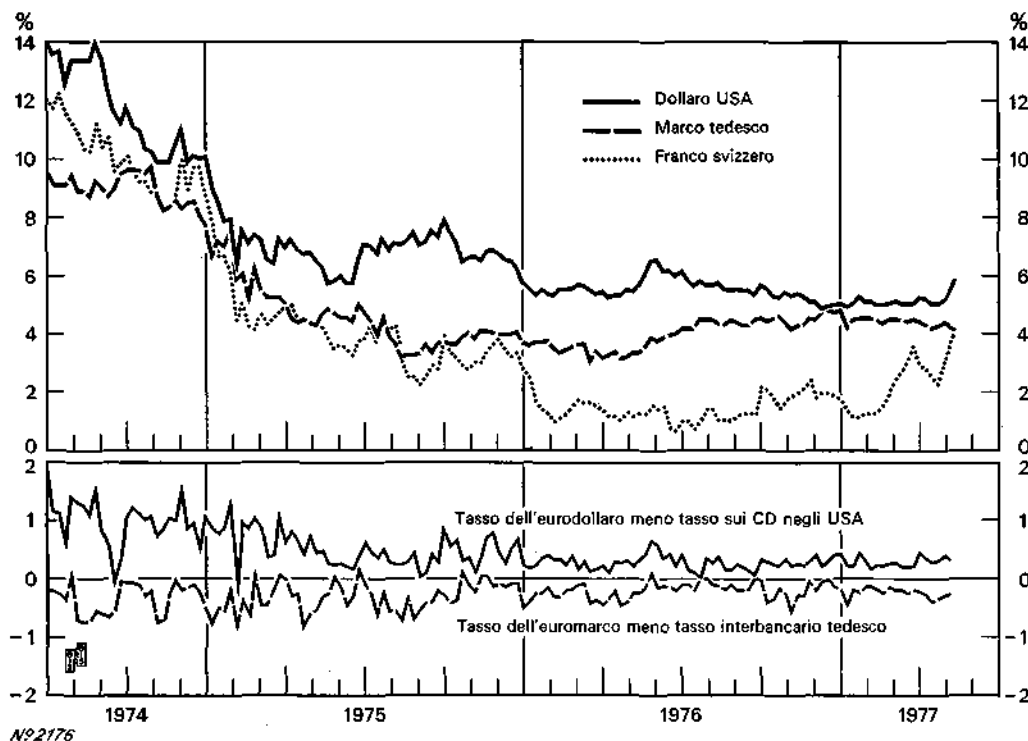
L'aumento di \$21,8 miliardi avutosi nelle attività delle banche dichiaranti nei confronti dei centri *offshore* comprende una crescita dei crediti verso Singapore e Hong Kong di circa \$3 e 1,5 miliardi rispettivamente. Oltre ad avere il ruolo di centri *offshore*, questi due paesi sono naturalmente importatori di capitali e quindi parte di questi \$4,5 miliardi può essere stata utilizzata localmente. Inoltre l'attuale rilevazione comprende solo le filiali di banche statunitensi in questi centri, che sembra coprano molto meno del 50% delle operazioni che vi si svolgono. E' quindi probabile che i due centri abbiano trattato un grosso volume di credito internazionale, soprattutto verso i paesi in via di sviluppo, che non figura nelle attuali statistiche. Inoltre la crescita nel 1976 dei crediti verso i centri *offshore* comprende un aumento di \$0,8 miliardi nei crediti verso la Liberia (portandone il totale a circa \$4,8 miliardi), che in realtà è un centro *offshore* per le compagnie di navigazione, non per l'attività bancaria. Le società madri della maggior parte delle ditte ivi registrate hanno la loro sede in paesi sviluppati, cosicché la quota più importante dei crediti alla Liberia rappresenta in realtà crediti verso quei paesi. La stessa considerazione vale in parte anche per Panama, che è un centro *offshore* sia per l'attività bancaria sia per le compagnie di navigazione. L'anno scorso le attività delle banche dichiaranti nei confronti di Panama sono aumentate di circa \$1 miliardo, passando a \$8,5 miliardi.

L'andamento dei tassi di interesse.

Nonostante il cospicuo volume delle transazioni, il 1976 nei principali settori dell'euromercato è stato un anno di relativa calma dal punto di vista dei tassi di interesse, che hanno presentato la tendenza a seguire molto da vicino l'andamento dei tassi di interesse sui mercati nazionali, dove la domanda di credito è stata piuttosto debole. Oscillazioni veramente pronunciate si sono avute solo in alcuni settori minori del mercato, in particolare in quelli dell'eurofranco francese, dell'eurofiorino e dell'eurosterlina, per i quali hanno assunto a volte importanza predominante considerazioni connesse al tasso di cambio.

Dopo essersi mantenuti vicino al 5,5% nei primi mesi dell'anno, i tassi interbancari a tre mesi sui depositi in eurodollari si sono collocati ad un livello superiore

Tassi interbancari sui depositi in eurovaluta a tre mesi e differenziali rispetto ai tassi interni.
Dati del mercoledì, in percentuale annua.



Nº2176

al 6% in maggio-giugno, quando il momentaneo vigore della ripresa economica ha prodotto una certa tensione sui mercati monetari degli Stati Uniti. Tuttavia, con la successiva decelerazione della ripresa, le condizioni sui mercati sono di nuovo divenute più distese e all'inizio di dicembre il saggio dell'eurodollaro è ridisceso al 4,875% ossia al livello più basso dalla metà del 1972. In seguito è oscillato intorno al 5,125% per poi portarsi intorno al 5,75% all'inizio del maggio 1977, allorché il clima sul mercato monetario degli Stati Uniti si è rifatto simile a quello di un anno prima.

Riflettendo il dissiparsi dei timori che una forte ripresa economica avrebbe potuto presto condurre a condizioni decisamente più tese sul mercato del credito, nel 1976 la flessione nei tassi sui depositi in eurodollari ad un anno è stata più pronunciata di quella nei tassi a più breve termine e ha dato luogo ad un appiattimento della curva dei rendimenti. Per converso, si è ancor più ampliato il differenziale di rendimento fra i saggi delle euroobbligazioni e quelli dell'eurodollaro per i depositi a sei mesi ed oltre, già cospicuo nel 1975.

In linea con l'andamento del mercato interno tedesco, dove i rendimenti sui mercati dei capitali e i tassi di interesse a breve si sono mossi in direzioni opposte durante parte del 1976, i tassi dell'euromarco a tre mesi si sono leggermente ridotti nei primi quattro mesi per poi rafforzarsi nuovamente nella restante parte dell'anno. In dicembre essi erano di poco inferiori ai saggi dei depositi in eurodollari.

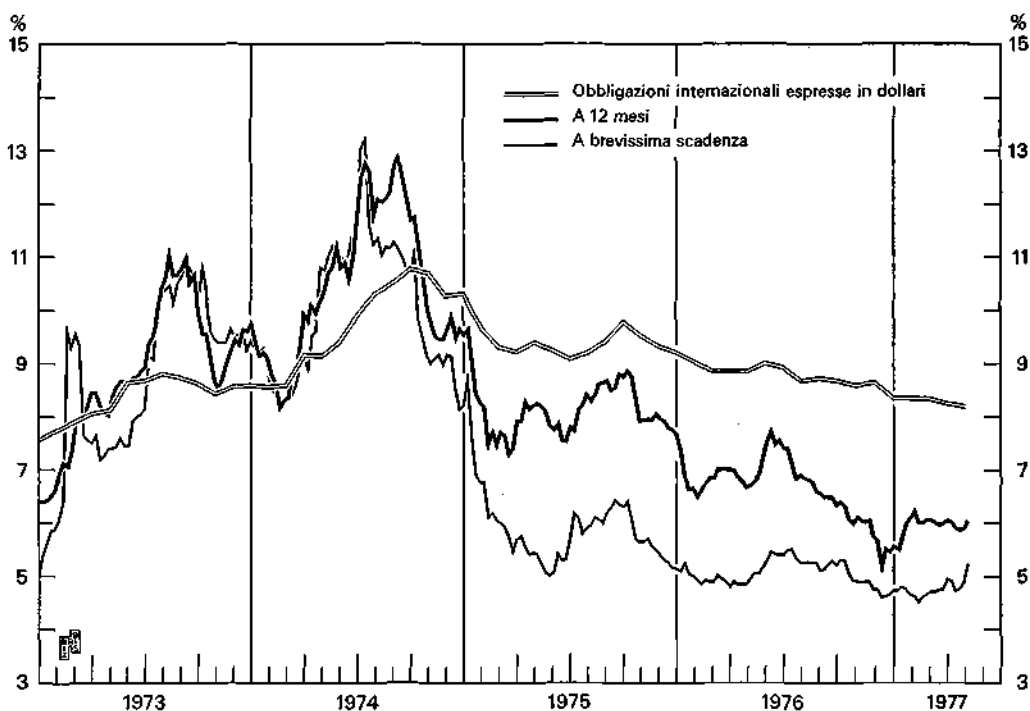
L'intensificarsi delle difese predisposte dalla Svizzera contro l'afflusso di fondi, l'influenza di considerazioni legate al tasso di cambio sulla politica monetaria del

paese e la debole domanda di credito all'interno hanno contribuito ad una flessione del tasso dell'eurofranco svizzero da circa il 3,5 % alla fine del 1975 ad una punta minima dello 0,625 % all'inizio dell'estate 1976. Nella prima parte del 1977, con il leggero indebolimento del franco sui mercati dei cambi, le condizioni del mercato monetario nazionale svizzero si sono tuttavia fatte un po' più tese e a metà maggio il saggio dell'eurofranco a tre mesi è salito al 4 % circa.

Nel 1976, i saggi dell'eurofranco francese, dell'eurofiorino e dell'eurosterlina sono stati a volte spinti a livelli molto alti sotto l'impatto degli attacchi speculativi portati a tali monete. Il saggio dell'eurofiorino a tre mesi, ad esempio, è balzato da circa il 3 % in marzo ad una punta di circa il 16 % in agosto, per ridiscendere poi gradualmente al 3 % circa nel maggio 1977, quando sui mercati dei cambi erano completamente rientrate le aspettative al ribasso del fiorino olandese. Il saggio sull'eurosterlina, balzato ad una punta senza precedenti del 20 % nella fase più calda della crisi sul mercato dei cambi in ottobre, è poi calato gradualmente con la ripresa della sterlina, raggiungendo circa l'8 % nel maggio 1977.

Tassi sui depositi in eurodollari e rendimenti delle obbligazioni in eurodollari.

Medie settimanali e tassi di fine mese.



Nº 2210

I mercati internazionali delle obbligazioni.

L'affievolirsi delle aspettative inflazionistiche, l'andamento scialbo dei mercati azionari, un graduale e costante aumento dei prezzi delle obbligazioni con la prospettiva di ulteriori guadagni in conto capitale, il forte premio dei rendimenti obbligazionari sui tassi di interesse a breve, sono tutti fattori che hanno contribuito a fare del 1976 un altro anno senza precedenti per i mercati obbligazionari internazionali.

Lo scorso anno le nuove emissioni euroobbligazionarie sono ammontate a \$14,9 miliardi, cifra che, oltre a segnare un aumento di \$4,7 miliardi rispetto al 1975, è più che doppia rispetto al precedente massimo ciclico del 1972. Il fatto che l'intero aumento del 1976 sia da attribuire alle emissioni in pubblica sottoscrizione, mentre i collocamenti privati hanno registrato addirittura una leggera flessione, dimostra ancora una volta la forza del mercato.

Emissioni obbligazionarie internazionali.¹

Aree o paesi mutuatari	Anni	Emissioni euroobbligazionarie				Emissioni estere			
		Totale	di cui			Totale	di cui		
			dollari USA	marchi tedeschi	colloca- menti privati		negli Stati Uniti	in Svizzera	colloca- menti privati
milioni di dollari USA									
Europa occidentale	1974	1.430	430	370	800	1.400	360	650	1.130
	1975	4.570	1.350	1.770	1.450	2.840	840	1.760	1.360
	1976	5.440	3.750	1.200	850	4.860	1.180	3.210	2.730
Canada	1974	440	380	—	350	1.960	1.930	30	800
	1975	1.150	610	—	310	3.380	3.100	280	830
	1976	3.010	1.570	40	150	5.870	5.530	340	3.850
Stati Uniti . .	1974	110	100	—	10	80	—	80	30
	1975	310	220	—	80	140	—	40	120
	1976	410	400	—	120	30	—	—	30
Altri paesi sviluppati ²	1974	330	220	110	10	150	30	120	130
	1975	2.220	1.340	700	610	1.010	380	600	650
	1976	2.070	1.510	510	310	1.480	690	790	660
Resto del mondo ³	1974	140	120	—	10	790	650	20	520
	1975	470	230	80	150	480	460	20	240
	1976	1.040	450	300	160	810	600	110	200
Istituzioni internazionali	1974	2.070	1.830	160	1.780	3.410	620	90	2.650
	1975	1.480	1.060	340	840	3.980	1.980	670	1.340
	1976	2.960	2.050	730	1.710	4.960	2.270	770	1.650
Totale delle emissioni collocate . .	1974	4.520	3.080	640	2.960	7.790	3.590	990	5.260
	1975	10.200	4.810	2.890	3.440	11.830	6.760	3.370	4.540
	1976	14.930	9.730	2.780	3.300	18.010	10.270	5.220	9.120

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

I tassi di espansione sono stati altrettanto elevati o anche superiori per quel che riguarda le emissioni estere sui mercati nazionali, il cui volume totale (\$18 miliardi) è aumentato di \$6,2 miliardi, cioè di oltre il 50%. Analogamente a quanto avvenuto nel 1975, la maggior parte di tali prestiti è stata collocata sui mercati di due paesi. Le emissioni estere negli Stati Uniti, accresciutesi del 52%, hanno raggiunto l'ammontare di \$10,3 miliardi, del quale ben più della metà è da attribuire ai soli mutuatari canadesi. Le emissioni estere in Svizzera, soprattutto nella forma di collocamenti privati di certificati, sono aumentate del 55% passando a \$5,2 miliardi. Questa somma così ingente, corrispondente al 9% del prodotto nazionale lordo della Svizzera, è riconducibile alla solida posizione di bilancia dei pagamenti del paese, alla debolezza della domanda di credito all'interno e ai forti afflussi di fondi che dovevano essere reinvestiti all'estero.

I crescenti prezzi delle obbligazioni e l'ampio premio dei rendimenti obbligazionari sui tassi di interesse a breve termine hanno fornito un forte stimolo all'attività del mercato secondario, ove il volume dei titoli trattati ha raggiunto livelli senza precedenti. Il favorevole clima sul mercato si è anche rispecchiato in un netto incremento dell'importo medio delle singole emissioni euroobbligazionarie, che per quelle denominate in dollari è quasi raddoppiato, passando a circa \$50 milioni. Si è registrato invece solo un modesto allungamento delle scadenze. Sebbene sembra sia stata invertita la tendenza alla riduzione delle scadenze rilevabile dal 1973, la durata media dei prestiti è rimasta ben inferiore ai dieci anni, e soltanto nella seconda metà del 1976 è stato possibile ad alcuni mutuatari di prim'ordine ottenere prestiti con scadenze comprese fra i dodici e i quindici anni. Il mercato pare inoltre essere divenuto più selettivo e i prenditori meno qualificati hanno a volte dovuto concedere fino a 200 punti-base in più rispetto agli emittenti di prim'ordine.

Per quanto riguarda il lato della domanda sui mercati obbligazionari internazionali, i mutuatari dei paesi OCSE hanno continuato ad avere un ruolo dominante; la loro quota sul totale delle emissioni è infatti ammontata a \$23 miliardi, pari a circa il 70%. Il Canada, alle prese con un disavanzo di parte corrente particolarmente elevato, è stato di gran lunga il più forte prestatore di fondi: i mutuatari dei settori pubblico e privato hanno raccolto complessivamente fondi per \$8,9 miliardi, cifra quasi doppia rispetto al 1975. Al secondo e terzo posto vengono la Francia e il Giappone, con \$2,7 e 2 miliardi rispettivamente. Anche altri paesi OCSE, come il Regno Unito e i paesi scandinavi, hanno potuto soddisfare una più ampia quota del loro fabbisogno finanziario sui mercati obbligazionari internazionali. L'indebitamento dei residenti degli Stati Uniti sui mercati internazionali dei capitali è rimasto per contro modesto.

La parte preminente avuta dalle considerazioni di bilancia dei pagamenti e dalle esigenze di finanziamento del settore pubblico ha fatto sì che gli enti pubblici costituissero ancora una volta il maggior gruppo di mutuatari; il loro ricorso al mercato è passato da \$10,3 miliardi nel 1975 a \$15,7 miliardi. Anche le società private hanno però tratto vantaggio dalle favorevoli condizioni esistenti sui mercati obbligazionari internazionali, utilizzando i fondi raccolti soprattutto per migliorare la loro struttura finanziaria. Esse hanno attinto al mercato per \$9,3 miliardi, rispetto ai \$6,2 miliardi del 1975. Le banche in particolare, i cui rapporti capitale-impegni nel corso degli ultimi anni avevano risentito dell'inflazione e della rapida espansione dell'attività bancaria internazionale, hanno accelerato il ricorso al mercato obbligazionario internazionale, in parte nella forma di emissioni di titoli a tasso flottante. Le emissioni degli organismi internazionali sono salite da \$5,5 a 7,9 miliardi. I proventi sono stati in gran parte destinati ai paesi in via di sviluppo non petroliferi, la cui capacità di attingere fondi direttamente sui mercati internazionali dei capitali è rimasta abbastanza limitata. Analogamente, ai mutuatari dei paesi dell'Europa orientale va ascritta solo una quota minima del totale delle emissioni, avendo essi fatto ricorso al credito bancario per soddisfare la maggior parte del loro fabbisogno di finanziamento esterno.

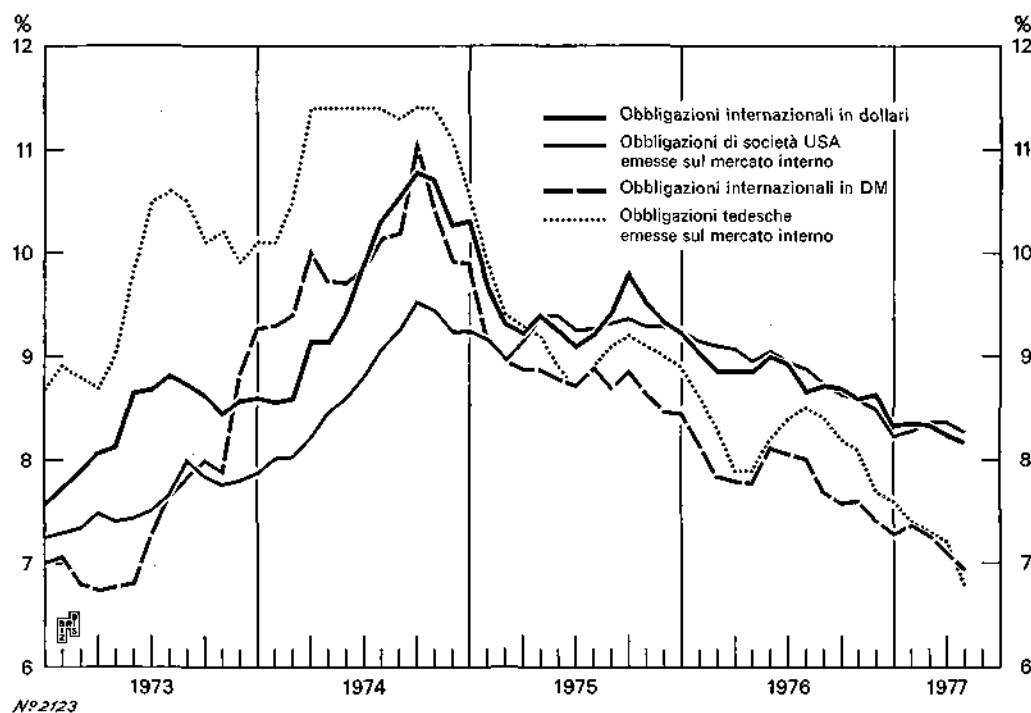
Non si dispone che di una scarsa documentazione statistica sulla provenienza dei fondi forniti ai mercati internazionali dei capitali e specialmente ai mercati euroobbligazionari. Sembra tuttavia che lo stesso settore bancario abbia svolto un ruolo primario, assorbendo una notevole parte delle nuove emissioni. In presenza di una domanda interna di credito molto debole, l'ampio divario fra i rendimenti obbligazionari e i tassi di interesse a breve ha costituito senza dubbio una forte tentazione.

Per di più, sembra che la ricettività dei mercati obbligazionari internazionali sia stata accentuata, soprattutto nella prima metà dell'anno, dall'afflusso di fondi da paesi a moneta debole, il che contribuisce anche a spiegare la forte capacità di collocamento delle banche svizzere. Dopo aver mostrato una certa cautela negli anni precedenti, i paesi OPEC sembrano aver fatto più largo uso del mercato obbligazionario internazionale come sbocco per i loro fondi. Infine, il mercato ha senza dubbio tratto vantaggio dal reinvestimento del crescente ammontare di pagamenti per rimborsi e interessi a fronte di precedenti emissioni.

Sul mercato delle euroobbligazioni in senso proprio, l'attività di emissione si è fortemente concentrata nel settore del dollaro che ha beneficiato della relativa forza di questa moneta sui mercati dei cambi e del graduale ribasso dei tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti. La quota delle emissioni in dollari è passata dal livello insolitamente basso del 47% nel 1975 al 65%, mentre le emissioni in marchi tedeschi si sono ridotte dal 28 al 19%. Dopo aver fatto il loro debutto nel 1975, le emissioni in dollari canadesi, incoraggiate dall'abolizione della ritenuta fiscale sul pagamento degli interessi, hanno continuato ad espandersi vigorosamente portando dal 6 al 10% la loro quota del mercato. E' diminuita invece dal 6 al 3% la quota del fiorino olandese e pressoché nulle sono state le emissioni in unità di conto composite, a causa della rinnovata attrattività del dollaro e della debolezza di alcune monete europee.

Rendimenti sui mercati internazionali e nazionali
delle obbligazioni in dollari USA e in DM.*

Dati di fine mese.



* I rendimenti delle obbligazioni USA emesse sul mercato interno sono calcolati secondo la scadenza finale, gli altri secondo la scadenza media.

I rendimenti delle euroobbligazioni, particolarmente nel caso di quelle in dollari, hanno presentato un andamento molto vicino a quello dei tassi di interesse sui corrispondenti mercati nazionali. Oltre a evidenziare la crescente intercomunicazione fra questi ultimi ed il mercato internazionale, tale andamento mostra anche che il mercato delle euroobbligazioni non ha incontrato difficoltà nel soddisfare la forte domanda di credito. Nel corso dell'anno il rendimento delle obbligazioni in dollari è diminuito di circa 0,75 punti percentuali mentre quello delle obbligazioni denominate in marchi si è ridotto dell'1,25 %.

Nonostante alcune perplessità circa l'evoluzione dei tassi di interesse, nei primi quattro mesi del 1977 l'attività sui mercati obbligazionari internazionali è rimasta sostenuta. Ciò vale soprattutto per il mercato euroobbligazionario, il cui volume di emissioni ha superato nettamente la media mensile del 1976. Per converso è nettamente rallentato il ritmo delle emissioni estere negli Stati Uniti, soprattutto per la ridotta presenza di mutuatari canadesi. All'inizio di maggio il rafforzarsi dei tassi di interesse a breve negli Stati Uniti ha determinato un temporaneo mutamento di clima sul mercato. Le quotazioni delle obbligazioni in dollari sono calate e, dato il forte disaggio sulle nuove emissioni, si è rinunciato a lanciare sul mercato euroobbligazionario alcuni nuovi prestiti già previsti. Tuttavia, alla fine del mese il mercato è sembrato essersi adeguato al più elevato livello dei tassi d'interesse a breve negli Stati Uniti e non vi sono stati particolari sintomi di rallentamento dell'attività.

VII. LA SCENA MONETARIA INTERNAZIONALE.

Il presente capitolo passa in rassegna i più importanti avvenimenti dell'ultimo anno e mezzo nella scena monetaria internazionale. Le prime due sezioni descrivono l'andamento dei tassi di cambio delle principali monete e i massicci interventi sui mercati dei cambi da parte delle autorità monetarie della maggior parte dei più importanti paesi; nella terza sezione viene discusso il ruolo appropriato della gestione dei tassi di cambio. La quarta sezione fornisce un resoconto sulla produzione aurea e sull'andamento del mercato dell'oro nel 1976. Da ultimo è analizzata e spiegata la rapidissima espansione delle riserve globali nel 1976 e sono esaminate le questioni concernenti l'adeguatezza dell'attuale livello di liquidità internazionale ed i canali attraverso i quali dovrebbe avvenire il futuro finanziamento delle bilance dei pagamenti.

L'andamento dei tassi di cambio.

Gran parte del 1976 è stata caratterizzata da forti perturbazioni sui mercati dei cambi, con un'ulteriore polarizzazione fra monete forti e monete deboli. Vi sono stati eccezionali deprezzamenti della lira e della sterlina ed un indebolimento non altrettanto forte, ma pur sempre significativo, del franco francese e, più tardi nell'anno, del dollaro canadese. All'altro estremo, il marco tedesco e il franco svizzero si sono fortemente apprezzati, per quanto dalla metà del 1976 in poi la seconda moneta abbia iniziato a segnare una sostanziale flessione. Vi sono stati inoltre due periodi di forti tensioni all'interno della fluttuazione congiunta delle monete europee che hanno portato, a metà marzo, alla fuoruscita del franco francese ed alla sospensione del "verme" del Benelux e, a metà ottobre, a rivalutazioni differenziate del marco tedesco rispetto alle altre monete partecipanti. Nonostante un deterioramento molto forte nella bilancia dei pagamenti di parte corrente degli Stati Uniti, la quotazione del dollaro, ponderata in base al commercio con l'estero, è rimasta relativamente stabile.

Negli ultimi tempi i mercati dei cambi hanno presentato un andamento assai più pacato. La sterlina ha segnato una forte ripresa dallo scorso novembre; così pure le altre monete, che erano state in precedenza fra le più deboli, hanno in genere denotato una ben maggiore stabilità. I principali movimenti dei cambi finora registrati nell'anno in corso sono stati un marcato rafforzamento dello yen giapponese, un certo indebolimento del dollaro USA e del dollaro canadese e un ulteriore riallineamento in aprile dei tassi centrali all'interno della fluttuazione congiunta europea, in seguito alla decisione delle autorità svedesi di svalutare la corona.

Fra le tre principali monete fortemente deprezzatesi dall'inizio del 1976, la lira ha iniziato per prima ad indebolirsi e nell'arco di tutto il periodo è calata più di ogni altra. L'intera flessione è avvenuta nello spazio di poco più di tre mesi dal 21 gennaio 1976, allorché, essendo le riserve in valuta del paese prossime all'esaurimento, è stata sospesa per sei settimane la quotazione ufficiale della lira. Facendo seguito ad un periodo di oltre un anno in cui il tasso di cambio era stato mantenuto invariato nonostante la rapida inflazione, ciò ha condotto ad un aumento del deprezzamento medio ponderato post-smithsoniano della lira da circa il 23,5 % a quasi il 43 % alla

fine di aprile. All'incirca nello stesso periodo la quotazione della lira rispetto al dollaro è passata da lire 687 a 916.

All'inizio di maggio sono stati presi provvedimenti per arrestare la caduta. Praticamente a tutti gli acquirenti di divise estere è stato richiesto di depositare su conti infruttiferi presso la Banca d'Italia, per un periodo di tre mesi, il 50% del controvalore in lire dei loro acquisti di valuta; il termine massimo per la conversione dei proventi delle esportazioni è stato ridotto a sette giorni; è stato inoltre disposto che gli esportatori concedenti crediti commerciali in valuta fino a 120 giorni dovessero convertire in lire entro sette giorni il 30% del loro controvalore. Ne è conseguito un rapido miglioramento di quasi il 10% nel tasso di cambio con il dollaro, nonché una contrazione di circa 5 punti percentuali nel deprezzamento medio ponderato. Favorita dal positivo andamento della bilancia dei pagamenti connesso a fattori stagionali, la lira è rimasta quindi stabile attorno a questi livelli fino ad agosto inoltrato.

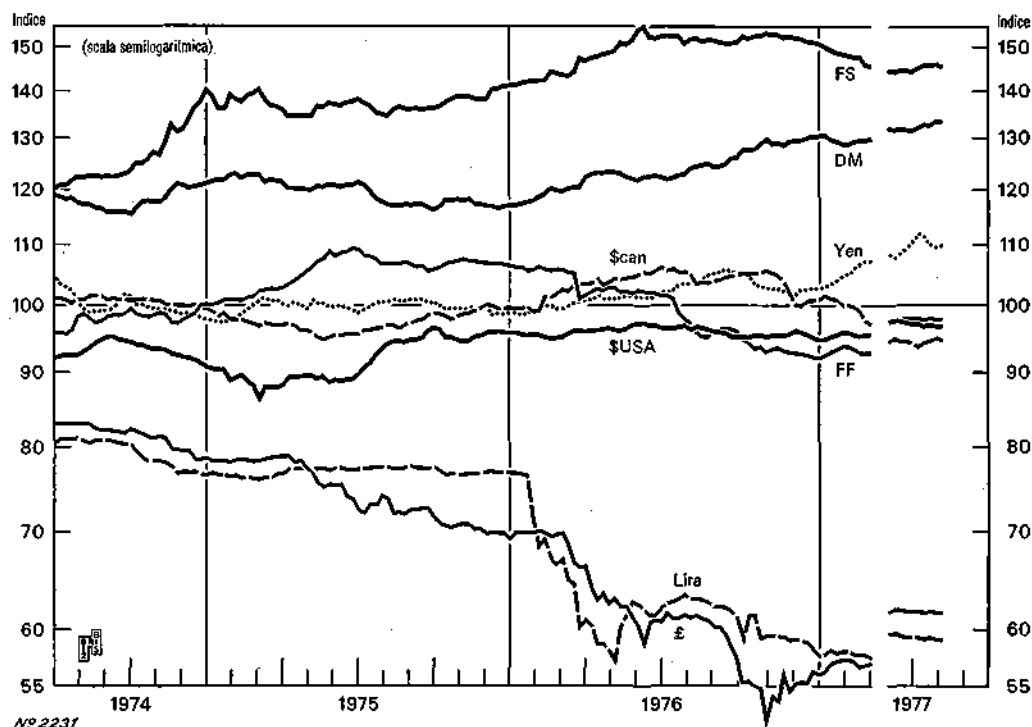
In seguito, tuttavia, il tasso di cambio ponderato in base al commercio con l'estero ha praticamente perso tutto il terreno guadagnato dall'inizio di maggio, venendosi a trovare a fine anno di oltre il 42% sotto il livello post-smithsoniano. Rispetto al dollaro la flessione è stata alquanto meno pronunciata: alla fine di dicembre la quotazione di quest'ultimo era al livello di lire 875. Non era valso a impedire la rinnovata debolezza della lira l'annuncio, in ottobre, di provvedimenti di stabilizzazione economica, di una più severa politica monetaria e di ulteriori provvedimenti volti ad influenzare direttamente il mercato dei cambi. Questi comprendevano: un'imposta speciale — fissata inizialmente in misura del 10%, indi ridotta al 7% — sugli acquisti di valuta; l'aumento al 50% della quota dei crediti commerciali in valuta che gli esportatori italiani erano tenuti a finanziare mediante l'acquisto di valuta; la proroga fino all'aprile 1977 del deposito previo sulle importazioni, secondo un criterio di graduale riduzione della quota.

Nel periodo del 1977 finora trascorso sia il cambio ponderato in base al commercio con l'estero, sia la quotazione in lire del dollaro sono rimasti molto stabili. Tuttavia, in termini di costo effettivo sui mercati dei cambi per i residenti italiani, la lira si è apprezzata in modo significativo poiché l'imposta speciale sugli acquisti di valuta è stata progressivamente abolita fra il 3 gennaio e il 18 febbraio.

La seconda moneta oggetto di forti pressioni nel 1976 è stato il franco francese. La ripresa dell'economia seguita ai provvedimenti fiscali di stimolo presi verso la fine del 1975 aveva portato in disavanzo la bilancia commerciale, facendo altresì sorgere il timore di un accelerarsi dell'inflazione. L'erompere della crisi della lira ha quindi colto il franco in una situazione di vulnerabilità, ulteriormente aggravata, all'inizio di marzo, dalla debolezza della sterlina; in seguito alle massicce perdite di riserve, il 15 marzo è stato deciso di ritirare la moneta dal "serpente".

Inizialmente ciò non ha determinato, tranne che per un brevissimo periodo, alcuna flessione significativa del tasso di cambio, assestatosi ben presto ad un livello corrispondente ad un deprezzamento medio ponderato di circa due punti percentuali. Tuttavia, fra la fine di maggio e la fine di agosto si registrava ancora una caduta piuttosto pesante del cambio, sotto l'effetto congiunto di rinnovate aspettative inflazionistiche e di timori per le possibili ripercussioni della siccità sulla bilancia dei pagamenti. L'apprezzamento post-smithsoniano ponderato in base al commercio con l'estero, di quasi il 2,5%, si è tramutato in un deprezzamento di quasi il 5%

Tassi di cambio effettivi post-smithsoniani.*
 Quotazioni di fine settimana; indici: 21 dicembre 1971 = 100.



*Fonte: Banca d'Inghilterra. * Dal marzo 1977 la serie è stata modificata ampliando da undici a ventuno il numero delle monete considerate e aggiornando dal 1969 al 1972 la ponderazione in base al commercio con l'estero.

mentre la quotazione del dollaro passava da FF 4,72 a quasi FF 5. Le aspettative circa un intervento correttivo da parte del nuovo Governo hanno quindi determinato un certo miglioramento nella situazione sul mercato dei cambi; tuttavia, alla fine di settembre e in ottobre, il franco registrava un ulteriore deprezzamento medio ponderato di oltre tre punti percentuali. Alla fine dell'anno questo aveva raggiunto quasi l'8%, con un peggioramento di tredici punti percentuali da metà marzo. Nell'anno in corso, il franco ha segnato nel complesso un leggero rafforzamento e verso la fine di maggio il cambio rispetto al dollaro era di circa FF 4,955.

Per l'intero periodo dalla fine del 1975, la flessione della sterlina ponderata in base al commercio con l'estero è stata maggiore di quella del franco francese. Anche le pressioni sul mercato dei cambi sono state più intense in entrambi i sensi, con un ulteriore deprezzamento ponderato dal 30 a quasi il 49% fra l'inizio di marzo e la fine di ottobre, seguito però da una forte ripresa dal novembre 1976 in poi. Se non fosse stato per gli ingenti interventi ufficiali, le oscillazioni del tasso di cambio sarebbero state di maggiore ampiezza.

La sensazionale caduta della sterlina è cominciata il 4 marzo, ed il giorno successivo la sua quotazione è scesa per la prima volta al di sotto di \$2. Da allora all'inizio di giugno, per l'effetto congiunto del disavanzo di parte corrente, di sfasamenti nel regolamento delle transazioni commerciali e di forti riduzioni dei saldi ufficiali in sterline detenuti dai paesi OPEC, la sterlina è precipitata a \$1,70 e il deprezzamento medio ponderato si è ampliato dal 31 a quasi il 42%. A questo punto

la negoziazione di una linea di credito di \$5,3 miliardi con durata semestrale con le banche del Gruppo dei Dieci e della Svizzera e con la BRI, unitamente alle migliorate prospettive per un secondo anno di politica dei redditi, ha arrecato un temporaneo miglioramento della situazione. In settembre tuttavia iniziava un'ulteriore fase di marcata flessione della sterlina, culminata nella punta minima di fine ottobre, quando il cambio con il dollaro raggiunse la quota 1,555 e il deprezzamento medio ponderato quasi il 49%. Non sono valsi a frenare la flessione né l'annuncio, a settembre inoltrato, che il Governo era in trattative con il Fondo monetario internazionale per ottenere un credito *stand-by* di \$3,9 miliardi, né l'aumento progressivo dall'11,5 al 15% del *minimum lending rate* della Banca d'Inghilterra. Contribuivano alla flessione, fra l'altro, la notizia che nel secondo trimestre i saldi ufficiali in sterline si erano ridotti di quasi £1 miliardo e le voci riportate dalla stampa verso la fine di ottobre secondo cui il FMI considerava come appropriato un cambio della sterlina di \$1,50.

Il punto di svolta si è avuto proprio alla fine di ottobre e da allora in poi la fiducia nella sterlina si è progressivamente rafforzata. I tassi di interesse interni erano a livelli senza precedenti; aumentavano le prospettive di un buon esito delle trattative per la linea di credito del FMI, fra le cui condizioni vi sarebbe stata l'adozione di provvedimenti per ridurre il disavanzo finanziario del settore pubblico e limitare l'espansione del credito all'interno; erano in corso negoziati per la concessione di uno schema di finanziamento con la partecipazione di diverse banche centrali per proteggere il tasso di cambio dagli effetti derivanti da ulteriori liquidazioni dei saldi in sterline; in novembre veniva completamente proibito alle banche del Regno Unito di finanziare il commercio fra paesi terzi. In tale contesto, a metà gennaio 1977 il deprezzamento della sterlina ponderato in base al commercio con l'estero si era ridotto a meno del 43% ed il cambio con il dollaro era salito ad oltre \$1,70. Con la positiva conclusione delle trattative per la linea di credito del FMI in gennaio e per l'accordo di sostegno relativo ai saldi ufficiali in febbraio, la sterlina ha continuato ad essere fortemente richiesta, ma le autorità hanno preferito reintegrare le perdite di valuta patite in precedenza piuttosto che consentire un ulteriore apprezzamento del cambio.

Anche il dollaro canadese nel periodo in esame ha presentato un andamento molto incostante, rispecchiando le forti oscillazioni nei movimenti di capitali della bilancia dei pagamenti. Nell'insieme vi è stata una significativa flessione, più marcata in termini di cambio con il dollaro USA che di tasso ponderato sulla base del commercio con l'estero. Nella prima metà del 1976 il dollaro canadese si è mantenuto molto saldo, poiché un volume eccezionale di afflussi di fondi a lungo termine ha abbondantemente compensato l'ingente disavanzo nelle partite correnti. Nel periodo compreso fra l'agosto 1975 e il giugno 1976 il cambio della moneta canadese è salito da \$USA 0,96 a quasi \$USA 1,04, livello massimo toccato nel periodo di due anni, e il deprezzamento ponderato post-smithsoniano di circa il 3,5% si è convertito in un apprezzamento di oltre il 6%.

Nel corso dei successivi quattro mesi e mezzo fino a metà novembre, il tasso di cambio ha avuto nel complesso una leggera flessione, in seguito ai minori afflussi di capitale, rimasti peraltro a livelli considerevoli. La vittoria del partito separatista nelle elezioni del Quebec, in un periodo in cui i differenziali fra i tassi di interesse del Canada e degli Stati Uniti si erano ridotti, faceva precipitare il mercato dei cambi in una situazione di serie perturbazioni, in larga misura dipendenti dai timori

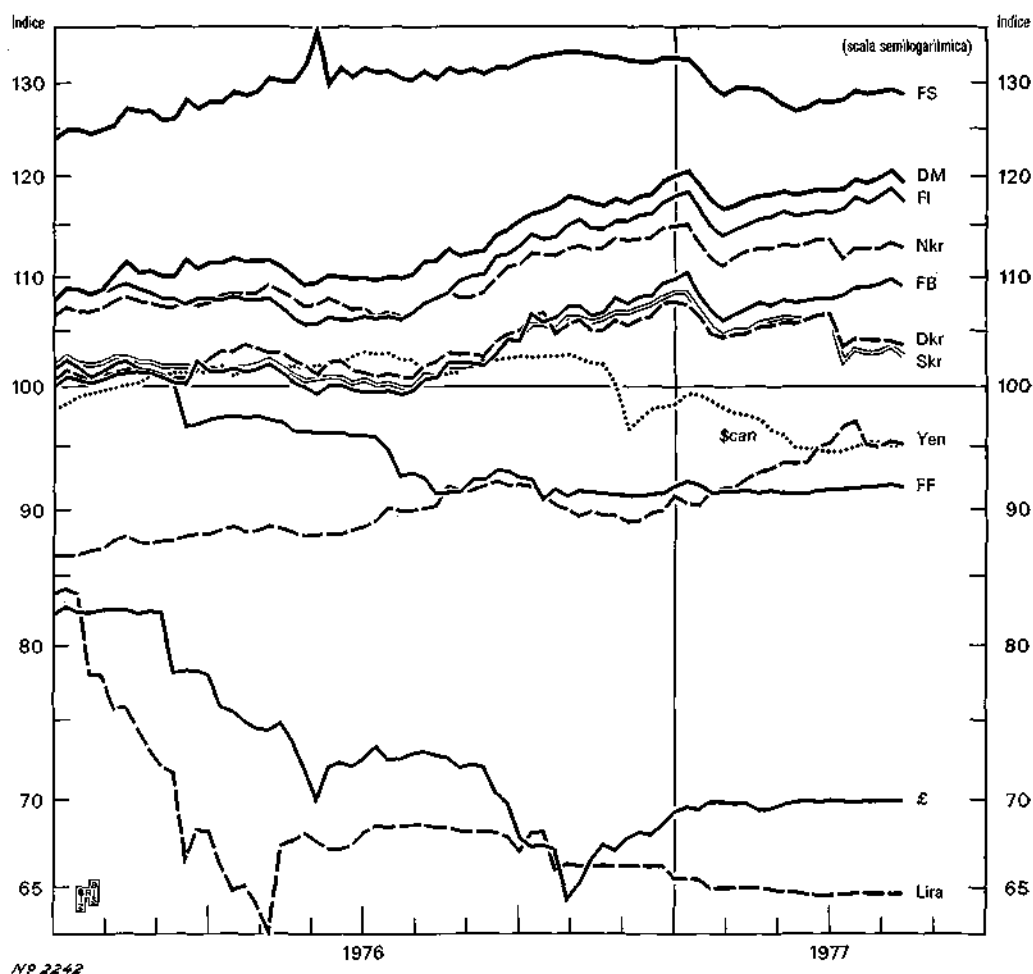
che ne risultasse compromessa la possibilità del Canada di mutuare all'estero. Nell'ambito di tre settimane il cambio ponderato in base al commercio con l'estero scendeva leggermente al disotto del livello post-smithsoniano, mentre rispetto al dollaro USA la moneta canadese scendeva da oltre \$USA 1,02 a meno di 0,975. Dopo una temporanea ripresa all'inizio di gennaio di quest'anno, nel corso della quale veniva quasi raggiunta la parità, il dollaro canadese toccava il nuovo minimo di \$USA 0,945 a metà marzo. In seguito, la constatazione che affidabilità del Canada sul mercato dei capitali degli Stati Uniti non risultava intaccata e la presentazione di un bilancio federale giudicato prudente negli ambienti internazionali hanno dato luogo ad un certo miglioramento e il tasso di cambio è salito a \$USA 0,9525.

Fra le monete forti, il marco tedesco ha presentato il maggiore apprezzamento nel periodo in esame. Nel corso del 1976 l'apprezzamento medio ponderato in base al commercio con l'estero è passato dal 16,75 % a circa il 30 %, oscillando in seguito leggermente attorno a questo livello. Circa metà dell'apprezzamento ha avuto luogo nei primi due mesi e mezzo dell'anno, parallelamente alla debolezza della lira, del franco francese e della sterlina; gran parte del residuo apprezzamento ha avuto luogo nel periodo settembre-novembre, che ha segnato un nuovo deprezzamento di queste tre monete e in cui si è proceduto ad un leggero riallineamento entro il "serpente". Rispetto al dollaro il marco tedesco è salito da poco meno di DM 2,62 all'inizio del 1976 alla punta di DM 2,345 nei primi giorni del gennaio 1977. Dopo una flessione che l'ha portata tra la fine di gennaio e l'inizio di febbraio a oltre DM 2,42, la moneta tedesca si è nuovamente rafforzata nella seconda metà di maggio, pervenendo al livello di circa DM 2,36.

In Giappone, rispecchiando il passaggio ad una posizione di avanzo della bilancia delle partite correnti, nei primi nove mesi del 1976 la quotazione dello yen ponderata in base al commercio con l'estero passava da un deprezzamento post-smithsoniano di circa l'1 % ad un apprezzamento del 5,5 %, mentre rispetto al dollaro passava da yen 305 a yen 287. Una riduzione dell'eccedenza di parte corrente — rivelatasi poi temporanea — e le incertezze circa l'esito delle elezioni parlamentari di dicembre hanno provocato una certa reazione. Ma i risultati elettorali ed una forte ripresa delle esportazioni portavano l'apprezzamento ponderato, ridottosi a circa l'1,5 % all'inizio di dicembre, ad oltre il 7 % (equivalente all'8 % calcolato sulla nuova base) all'inizio di marzo e all'11,5 % (sulla nuova base) il mese successivo. Nel corso dello stesso periodo l'apprezzamento nei confronti del dollaro è stato del 10 %, ossia da circa yen 297 a poco meno di yen 271. Verso la fine di maggio l'apprezzamento medio ponderato è sceso di poco sotto il 10 %, mentre il cambio a pronti con il dollaro si è portato a quasi yen 278.

Considerando il periodo in esame nel suo insieme, il tasso di cambio del franco svizzero ha mostrato variazioni relativamente modeste. Alla fine del 1975 la moneta svizzera quotava FS 2,59 per un dollaro e, su base ponderata, superava del 41 % il livello post-smithsoniano. Quasi diciassette mesi dopo, alla fine del maggio 1977, il cambio con il dollaro era di circa FS 2,515 e l'apprezzamento ponderato superava solo di pochi punti percentuali il livello di fine 1975. Nel periodo compreso fra queste due date, tuttavia, il franco ha presentato oscillazioni molto ampie, nonostante cospicui interventi sul mercato da parte delle autorità. Fra la fine del 1975 e l'inizio del giugno 1976 l'apprezzamento medio ponderato aumentava di oltre tredici punti percentuali passando a più del 54,5 % mentre la quotazione rispetto al dollaro si portava a FS 2,3825, ossia al livello più alto mai raggiunto. Durante questa fase il franco è salito fortemente non solo rispetto alle monete deboli, ma anche nei confronti

Tassi di cambio nominali: movimenti rispetto al dollaro USA.
 Quotazioni a pronti di fine settimana di alcune monete, rapportate ai tassi di mercato del 19 marzo 1973.



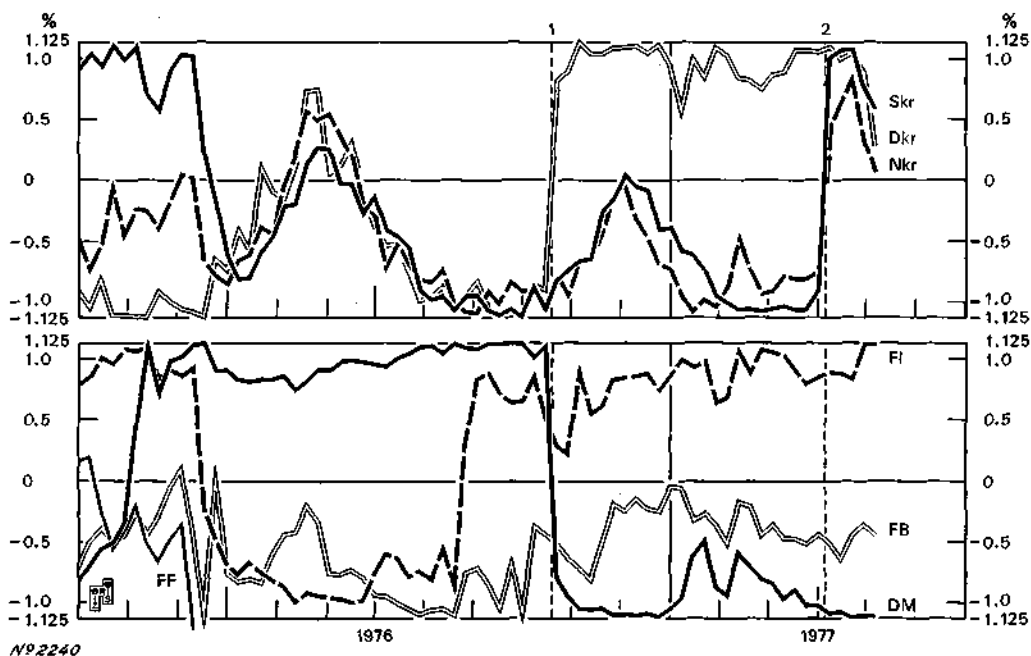
del marco tedesco e di altre monete del "serpente". Dalla quotazione pressoché alla pari all'inizio del 1976, il cambio con il marco tedesco era passato agli inizi di giugno a FS 0,9275, con un miglioramento di circa il 27,5 % rispetto al livello di due anni prima.

Le autorità hanno quindi annunciato l'intenzione di intervenire in modo massiccio, ove fosse occorso, per correggere eccessivi movimenti del tasso di cambio ed hanno contemporaneamente imposto ulteriori controlli diretti per ridurre le pressioni sul franco. Sono stati nettamente abbassati i massimali per le vendite a termine di franchi ai non residenti; sono stati raggiunti accordi con le banche commerciali affinché esse non utilizzassero le loro dipendenze all'estero per transazioni speculative connesse al franco; per di più le banche hanno acconsentito a non effettuare dalla Svizzera depositi in eurofranchi o altre forme di investimenti diretti in franchi a nome delle loro dipendenze estere. Da quel momento il franco è andato deprezzandosi notevolmente. Verso la fine di maggio del 1977 il movimento al ribasso nella quotazione ponderata rispetto al commercio con l'estero aveva ridotto l'apprezzamento post-smithsoniano a circa il 45,5 %, mentre alla stessa data il tasso di cambio rispetto al marco tedesco era circa di FS 1,07 e rispetto al dollaro di FS 2,515.

Il tasso di cambio effettivo del dollaro USA si è mantenuto alquanto stabile durante il periodo sotto rassegna. Nel 1976 esso ha oscillato al disotto del livello post-smithsoniano, dal 2,75 % all'inizio di giugno 1976 a circa il 5,25 % alla fine dell'anno, e nella parte finora trascorsa del 1977 vi è stato nel complesso un ulteriore lieve deprezzamento. Questa relativa stabilità in termini di quotazioni ponderate sulla base del commercio con l'estero esprime il risultato su base netta di movimenti assai più ampi, in entrambi i sensi, rispetto alle singole monete. Inoltre, nel corso del 1976 e dei primi mesi del 1977, la fluttuazione del dollaro rispetto alle altre monete forti è stata abbastanza sensibile.

Ciò è rilevabile dall'andamento del dollaro rispetto alle monete del "serpente", per il quale, dalla fine del 1975, si possono distinguere quattro diverse fasi. La prima, che copre il periodo dall'inizio del 1976 a quasi la fine di luglio, si è caratterizzata per una stabilità piuttosto pronunciata. Il dollaro ha risentito poco delle scosse subite dalle monete europee nei primi mesi del 1976; in corrispondenza dei punti di massimo e di minimo, registrati il 1° aprile ed il 1° giugno, le monete del "serpente" si situavano rispettivamente fra il 3,5 % e poco più del 5,5 % e fra l'1 ed il 2,75 % al disopra dei tassi centrali nominali rispetto al dollaro delle monete partecipanti. Durante la seconda fase, che va all'incirca dalla fine di luglio all'inizio di gennaio del 1977, la fascia del "serpente" è passata dall'1,75-4 % all'11,75-14 % al disopra dei tassi centrali di cambio del dollaro; in tale fase, il dollaro ha risentito prima delle aspettative circa una rivalutazione del marco, causa di tensioni entro il "serpente", e poi della riduzione dei tassi di interesse negli Stati Uniti. Nel corso di una terza fase di breve durata, la fascia del "serpente" è scesa di quattro punti percentuali rispetto al dollaro nel corso di tre settimane; essa ha però recuperato poco prima della fine di gennaio e,

Oscillazione dei tassi di cambio a pronti nell'ambito della fluttuazione congiunta europea.
Medie settimanali, in percentuale.



¹ Aggiustamento dei tassi di cambio centrali del 18 ottobre 1976. ² Aggiustamento dei tassi di cambio centrali del 4 aprile 1977.

verso la fine di maggio del 1977, le monete partecipanti al "serpente" si trovavano comprese in una fascia situata fra l'11 e il 13,25 % al disopra dei tassi centrali nominali di cambio con il dollaro.

Lo stesso "serpente" ha vissuto nel 1976 due periodi di gravi tensioni. Nel primo, iniziato nel gennaio 1976 immediatamente dopo la chiusura del mercato dei cambi da parte delle autorità italiane, il marco tedesco è salito al limite superiore della fascia, al punto più basso della quale è stata inizialmente la corona danese. Il 4 marzo il franco francese è entrato in una fase di forti pressioni in seguito all'improvvisa debolezza della sterlina, e dieci giorni più tardi, dopo gravi perdite nelle riserve, si decideva di sganciarlo dal "serpente". Contemporaneamente, le pressioni sul franco belga all'interno del "verme" del Benelux, portavano alla sospensione dell'accordo. Tuttavia, i risoluti provvedimenti presi dalle autorità belghe e danesi ponevano fine alla crisi il 22 marzo.

Il secondo periodo di tensione, derivante soprattutto dall'aspettativa che il minor tasso di inflazione della Germania avrebbe condotto ad una rivalutazione del marco tedesco rispetto alle altre monete partecipanti, ha avuto inizio a metà luglio. Con il marco tedesco all'estremità superiore della fascia, tutte le altre monete si sono approssimate o hanno raggiunto i limiti inferiori. Il franco belga, la corona danese e il fiorino olandese erano sottoposti alle maggiori pressioni e le autorità sono intervenute risolutamente in difesa delle rispettive monete, rendendo possibile un fortissimo aumento dei tassi a breve sui loro mercati, mediante massicci interventi sui mercati dei cambi ed altri provvedimenti monetari restrittivi. Ad agosto inoltrato il fiorino olandese ha reagito rafforzandosi notevolmente; anche se in misura minore, migliorava anche la posizione del franco belga e si attenuavano le pressioni sulla corona danese. Fino alla metà di ottobre tuttavia, un notevole divario ha continuato a separare il marco tedesco da tutte le altre monete partecipanti, ad eccezione del fiorino, rendendo necessari, di tanto in tanto, notevoli interventi.

E' stato allora deciso un aggiustamento dei tassi di cambio dei paesi partecipanti, con effetto dal 18 ottobre. Le autorità tedesche hanno annunciato una rivalutazione del 2 % del marco che, unitamente alle variazioni in senso inverso dei tassi centrali dei paesi scandinavi partecipanti, ha comportato un aggiustamento del 2 % fra il marco e le monete del Benelux, del 3 % fra il marco e le monete della Svezia e della Norvegia, e del 6 % fra il marco e la corona danese. L'aggiustamento si è rivelato subito efficace: la corona danese si collocava velocemente al limite superiore, mentre il marco tedesco scendeva verso il limite inferiore e successivamente sostituiva in tale posizione le monete della Svezia e della Norvegia. Il fiorino olandese ha subito inizialmente una flessione piuttosto pronunciata, ma è presto ritornato a collocarsi al limite superiore, raggiungendo la corona danese verso il volgere dell'anno. In una situazione di continue pressioni al ribasso sul marco tedesco dall'inizio di novembre, le altre banche centrali hanno potuto rimborsare l'aiuto precedentemente ricevuto dalla Deutsche Bundesbank.

All'inizio del 1977, il marco tedesco si è scostato dal limite inferiore della fascia ed è stato sostituito in questa posizione prima dalla corona norvegese e quindi da quella svedese, mentre corona danese e fiorino olandese rimanevano le monete più forti. Alla fine di marzo, il marco tedesco ha raggiunto la corona svedese al limite inferiore della fascia, senza tuttavia che si rendessero necessari interventi su vasta

scala. In questa situazione di relativa calma, vi è stato un ulteriore riallineamento delle monete dei partecipanti con effetto dal 4 aprile, su iniziativa della Svezia, posta di fronte a serie difficoltà di bilancia dei pagamenti. I tassi centrali della corona svedese rispetto al marco tedesco, al franco belga e al fiorino olandese sono stati svalutati del 6%, mentre i tassi della moneta norvegese e danese venivano ridotti del 3%. La corona svedese, che era stata per quasi tutto il mese di marzo la moneta più debole, si è successivamente rafforzata, lasciando al marco tedesco la posizione inferiore nell'ambito del "serpente". Per gran parte di aprile la corona danese si è trovata al limite superiore della fascia, prima che vi subentrasse il fiorino olandese, entrato in una fase di forte spinta al rialzo agli inizi di maggio.

Gli interventi ufficiali sui mercati dei cambi.

Nel 1976 e nei primi mesi del 1977 sono stati effettuati massicci interventi ufficiali sui mercati dei cambi solo in parte, o comunque non del tutto, connessi con periodi di perturbazioni valutarie. Per quanto concerne le politiche di intervento, si possono suddividere i paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera in due categorie, secondo che i loro interventi si siano limitati ad appianare giorno per giorno le asperità del mercato, oppure siano stati anche tali da comportare sostanziali variazioni nelle loro riserve ufficiali nette, compreso l'indebitamento ufficiale o sollecitato dalle autorità. Nell'interpretare i dati concernenti le riserve dei paesi, si deve tener presente che le variazioni in esse intervenute non sempre forniscono un'indicazione attendibile dell'ammontare e talora persino della direzione degli interventi ufficiali. Ad esempio, sulle riserve possono incidere le transazioni della banca centrale con il proprio governo in qualità di cliente, oppure i redditi derivanti dall'impiego delle disponibilità in valuta. Inoltre, le variazioni nelle riserve sono talora deliberatamente ritoccate, ad esempio attraverso il ricorso a linee reciproche di credito o ad operazioni a termine.

Sulla base dei dati disponibili, ma tenendo conto di queste precisazioni, nella prima delle categorie menzionate rientrano gli Stati Uniti, nonché il Canada per il periodo fino alle elezioni nel Quebec del novembre 1976, mentre tutti gli altri paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera rientrano nella seconda. La Germania tuttavia presenta aspetti dell'una e dell'altra, affiancandosi agli Stati Uniti per quanto riguarda il tasso di cambio marco-dollaro, ed agli altri paesi partecipanti alla fluttuazione congiunta europea per quanto concerne gli interventi nell'ambito di questa.

Negli Stati Uniti gli interventi complessivi della Federal Reserve Bank di New York nei dodici mesi fino al gennaio 1977 sono ascisi, secondo i dati pubblicati, a circa \$1 miliardo, cifra che comprende sia vendite sia acquisti di valute sul mercato, per la maggior parte marchi tedeschi. Pressoché la metà di questi interventi è stata effettuata tra febbraio e maggio del 1976, con vendite nette, durante la fase critica di alcune monete europee in febbraio e in marzo, seguite da acquisti netti in aprile e maggio, quando le condizioni del mercato si sono capovolte. L'altra parte ha avuto luogo, dopo un periodo di due mesi e mezzo senza interventi, tra la metà di agosto 1976 e la fine di gennaio 1977.

Per la maggior parte del 1976 gli interventi sul mercato effettuati dal Canada sono stati sostanzialmente dello stesso tipo di quelli della Federal Reserve, non avendo prodotto notevoli variazioni nette nelle riserve ufficiali, ma sono stati molto

più frequenti e hanno toccato importi decisamente maggiori. Dopo le elezioni di novembre nel Quebec tuttavia, il Canada è passato nel secondo gruppo di paesi. Da allora fino alla fine del marzo 1977, le sue riserve valutarie ufficiali si sono ridotte di circa \$0,8 miliardi; una perdita di uguale ammontare si è avuta in novembre, e ad essa hanno fatto seguito un recupero di \$0,7 miliardi in dicembre, quando il dollaro canadese si è temporaneamente rafforzato, e un calo dello stesso importo durante il primo trimestre del 1977.

Molto più ampi sono stati i movimenti cumulativi nelle riserve dei tre principali paesi le cui monete hanno subito un forte deprezzamento nel corso del 1976. In Italia, un deterioramento complessivo di \$1,8 miliardi nella posizione monetaria ufficiale netta sull'estero (contrazione delle riserve più aumento dell'indebitamento ufficiale con l'estero) durante i primi cinque mesi dell'anno — comprese sei settimane durante le quali non vi sono stati interventi — è stato seguito da un miglioramento cumulativo netto di oltre \$3 miliardi nel resto dell'anno. Questo recupero è stato ottenuto in virtù di un ulteriore indebitamento ufficiale, nonché di controlli valutari ed altri provvedimenti amministrativi che hanno indotto il settore non bancario a indebitarsi in valuta. Questo indebitamento ha contribuito in maniera rilevante al sostanziale aumento, pari a complessivi \$2,3 miliardi nel corso dell'anno, delle passività nette delle banche italiane verso l'estero.

In Francia, perdite nette di riserve per un importo superiore ai \$3 miliardi in meno di due mesi sono state l'elemento che ha portato alla decisione di abbandonare il "serpente" alla metà del marzo 1976. Successivamente, gli interventi sono stati di minori proporzioni, con perdite di riserve di \$0,4 miliardi durante il periodo di tensione in luglio e in agosto. In aggiunta, il tasso di cambio ha ricevuto un forte sostegno durante l'anno, anche attraverso l'indebitamento con l'estero di imprese francesi dei settori pubblico e privato, sollecitato dalle autorità.

Nel Regno Unito, la somma delle perdite di riserve e dell'indebitamento netto all'estero del settore pubblico nelle sue varie forme, per un totale nei primi undici mesi dell'anno di circa \$7 miliardi, può fornire un'indicazione dell'entità netta delle operazioni di sostegno ufficiale della sterlina tra marzo e novembre del 1976. Dopo il capovolgimento di situazione intervenuto verso la fine dello scorso anno, gli interventi sono stati altrettanto cospicui ma in senso opposto. Tra il dicembre 1976 e l'aprile di quest'anno l'aumento delle riserve (esclusa la parte derivante da un ulteriore indebitamento netto del settore pubblico) è ammontato a \$4,2 miliardi.

Anche i due paesi del Gruppo dei Dieci con bilance dei pagamenti in avanzo e le cui monete fluttuano indipendentemente sono intervenuti su vasta scala nel periodo in esame. In Giappone, buona parte dell'aumento di \$4 miliardi delle riserve valutarie nel 1976 dovrebbe derivare da acquisti ufficiali netti di dollari sul mercato. Tuttavia, dal novembre 1976 il sostanziale apprezzamento dello yen è stato accompagnato da un livello alquanto stabile delle riserve. In Svizzera, durante il 1976, la Banca Nazionale ha acquistato complessivamente sul mercato valutario \$7,5 miliardi, rispetto a un ammontare di oltre \$4 miliardi per il 1975. Nel valutare questi dati va però tenuto conto del fatto che le autorità hanno continuato a prescrivere l'immediata conversione in dollari presso la Banca Nazionale del ricavo dei debiti contratti in Svizzera da non residenti. Originariamente questo provvedimento era stato preso per assicurare che tale ricavo fosse effettivamente esportato, ma non vi è dubbio che ciò ha considerevolmente ridotto in Svizzera la domanda di valuta sul mercato. Queste conversioni, pari

a \$6,2 miliardi lo scorso anno, sono state inferiori solo di \$1,3 miliardi al totale degli acquisti lordi di valuta sul mercato da parte delle autorità.

Nell'ambito della fluttuazione congiunta europea, le perturbazioni dello scorso anno hanno comportato interventi, parte in valute dei paesi partecipanti e parte in dollari, di proporzioni senza precedenti da quando è entrato in funzione il "serpente" nel 1972. In Belgio, durante il 1976, la posizione netta delle riserve della Banca Nazionale ha presentato quattro forti variazioni, due positive e due negative, in concomitanza con i due periodi di tensione all'interno del "serpente" e con i rispettivi postumi. Esse possono essere approssimativamente valutate sulla base dei movimenti trimestrali delle riserve nette: perdite per \$1,3 miliardi durante il primo trimestre, un incremento di \$0,7 miliardi nel secondo, ulteriori perdite di \$1 miliardo nel terzo e incrementi dello stesso importo negli ultimi tre mesi dell'anno.

Nei Paesi Bassi le riserve erano aumentate in febbraio di \$0,6 miliardi, in buona parte come riflesso della solidità del fiorino nell'ambito del "verme" del Benelux. Tale risultato positivo è stato annullato tra metà marzo e metà giugno quando le riserve hanno subito perdite di \$1,2 miliardi, cui si è aggiunto un ulteriore calo di circa \$0,3 miliardi tra la fine di luglio e quella di agosto. In seguito, con il rafforzamento del fiorino, le autorità hanno acquistato cospicui importi di valuta sul mercato, e alla fine dell'anno le riserve avevano recuperato il livello della fine di marzo.

In Svezia si sono avute perdite di riserve per \$1,1 miliardi tra giugno e ottobre, causate dai cospicui interventi sui mercati a sostegno della corona. Negli ultimi due mesi dell'anno \$0,3 miliardi di queste perdite sono stati recuperati. Come nel caso di altri paesi, queste cifre non danno la misura dell'azione complessiva svolta a sostegno del tasso di cambio, in quanto il Governo ha continuato ad incoraggiare un cospicuo ricorso all'indebitamento per finanziare il disavanzo delle partite correnti.

Alle perdite di riserve subite da questi quattro paesi del "serpente" ha fatto riscontro, lo scorso anno, un incremento di \$4 miliardi nelle riserve tedesche. Ma il sostegno complessivo, diretto e indiretto, fornito dalla Germania agli altri paesi partecipanti alla fluttuazione congiunta durante i periodi di tensione, è stato molto più ampio, essendo ammontato a \$3,9 miliardi durante la crisi del primo trimestre e a \$3,8 miliardi durante quella di luglio-ottobre. In effetti, questi importi sono stati parzialmente compensati da quelli, cospicui ma comunque di ammontare inferiore, dei cali registrati dalle riserve tedesche dopo ogni crisi nell'ambito della fluttuazione congiunta; essi tuttavia non hanno tanto rispecchiato interventi delle autorità tedesche sui mercati dei cambi, quanto piuttosto riacquisti della propria moneta presso la Bundesbank da parte delle autorità monetarie di altri paesi partecipanti alla fluttuazione congiunta.

La gestione dei tassi di cambio.

La precedente disamina degli andamenti dei tassi di cambio e degli interventi delle banche centrali sui mercati valutari dimostra che la controversia circa i ruoli spettanti al sostegno dei tassi di cambio e all'aggiustamento degli stessi è lungi dall'essere risolta. Quei paesi, e primi fra essi gli Stati Uniti, che auspicano ed attuano una fluttuazione prevalentemente non guidata, affermano che il sostegno, inteso fino a comprendere interventi ufficiali su vasta scala, impedisce ai tassi di cambio di svolgere la funzione che loro compete nel processo di aggiustamento, contribuendo in

tal modo a perpetuare gli squilibri nei conti con l'estero nonché a trasmettere l'inflazione dai paesi a valuta debole al resto del mondo. Secondo questa concezione, l'instabilità dei tassi di cambio deriva sostanzialmente dalle difformità nelle politiche economiche interne dei paesi e dai conseguenti differenziali nei loro tassi di inflazione. Si afferma, in generale, che movimenti non guidati dei tassi di cambio non sono una causa indipendente delle differenze nei tassi di inflazione e, in particolare, che monete in fase di deprezzamento non sono una fonte indipendente di pressioni inflazionistiche nei paesi in questione.

Secondo la concezione opposta, non si può fare affidamento sul fatto che i mercati, lasciati in balia di se stessi, siano in grado di formare tassi di cambio realistici e stabili, in quanto sono soggetti a tutta una serie di influenze. Oltre a quelle connesse alla bilancia dei pagamenti di base — commercio estero ed altre transazioni correnti di un paese nonché sua posizione strutturale di importatore o esportatore netto di capitali a lungo termine — vi sono le influenze derivanti dai mutamenti nelle preferenze di operatori residenti e non residenti in un paese nel detenere le proprie attività nella moneta di quel paese, anziché in altre monete. Gli influssi del primo tipo sono generalmente lenti a modificarsi; quelli del secondo possono invece produrre rapidi mutamenti nelle condizioni dei mercati valutari. Ciò può avvenire, ad esempio, in seguito a spostamenti nei tassi di interesse relativi a breve termine, oppure per effetto di fattori che incidono sulla fiducia nei confronti di una moneta, quali l'impatto sul mercato della politica economica e monetaria di un paese o l'evolversi della situazione politica.

Sussiste pertanto il pericolo che la fluttuazione non guidata determini un livello del tasso di cambio che, pur riequilibrando il mercato rispetto alle preferenze nella scelta delle attività finanziarie, sia incongruo per quanto riguarda la bilancia di base. Questo pericolo è accresciuto dal fatto che, allorché i mutamenti di preferenze alterano l'equilibrio di mercato, i movimenti del tasso di cambio devono essere talora molto ampi, prima che gli operatori si convincano che il rischio di ulteriori movimenti verso il basso o l'alto è esiguo. Inoltre, tale incongruità, quando implica ampi movimenti del tasso di cambio, può costituire di per sé una fonte autonoma di squilibrio nella bilancia delle partite correnti, e di disparità tra i tassi di inflazione dei paesi. Ciò in quanto il suo effetto sui prezzi, attraverso il mutato costo delle importazioni, sarà avvertito prima dei suoi effetti reali sulla bilancia di base. In altre parole, l'incongruità può innescare circoli "viziosi" e "virtuosi" nei movimenti del tasso di cambio e dei prezzi.

Come spesso avviene nel caso di simili controversie, vi è del vero in entrambe le concezioni. E' fuori dubbio che una durevole stabilità dei tassi di cambio è incompatibile con ampie differenze nei tassi di inflazione, e che erronee politiche economiche interne sono state la causa principale del sorgere di simili differenze negli anni recenti. Inoltre, gli interventi ufficiali o altre misure che influiscono direttamente sull'equilibrio di mercato tra offerta e domanda di una moneta sono stati impiegati in varie occasioni per assecondare simili differenze e differire l'aggiustamento. In mancanza di esso, gli interventi dei paesi a moneta sostanzialmente debole sono comunque destinati a finire, una volta che le riserve e le linee di credito saranno esaurite. Un buon esempio di ciò è fornito dall'esperienza italiana del 1975: in tale paese il tasso di cambio è stato mantenuto invariato durante più di un anno di rapida inflazione endogena, per poi cadere bruscamente agli inizi del 1976 quando non erano più disponibili riserve in valuta per sostenerlo.

Si può inoltre affermare a buon diritto che, nei paesi in cui la situazione economica e finanziaria interna sfugge per lungo tempo al controllo delle autorità, non esiste una sorta di equilibrio del tasso di cambio o, per dirla in altri termini, il tasso di equilibrio si sposta continuamente verso il basso. In tali circostanze si possono avere notevoli movimenti nei tassi di cambio relativi, ma nessuna variazione nei rapporti reali di cambio, in quanto è mancato il restante processo di aggiustamento.

Da ciò non consegue necessariamente che gli interventi ufficiali o altri strumenti di gestione del tasso di cambio debbano limitarsi ad appianare leggere difficoltà sui mercati. Per definizione, la gestione del tasso di cambio è sempre necessaria in quelle aree abbastanza vaste del sistema monetario in cui i cambi, in un modo o nell'altro, sono ancora fissi. Ciò vale per i molti paesi minori i cui tassi di cambio sono legati ad una delle monete principali, solitamente il dollaro. E vale altresì, nell'ambito della loro area, per i paesi partecipanti alla fluttuazione congiunta europea. Lo scorso anno Belgio, Danimarca e Paesi Bassi sono riusciti a mantenere le loro posizioni nel "serpente", allorché le rispettive monete sono state soggette a dure pressioni, grazie ad un'azione combinata di interventi ufficiali sul mercato, di politiche monetarie rigidamente restrittive e di un modesto riallineamento dei tassi centrali. Tali pressioni erano in larga parte originate dalle differenze tra i loro tassi di inflazione e quello della Germania, e la loro decisione di rimanere nel "serpente" dimostra che essi ritengono di avere maggiori probabilità di ridurre queste differenze in un contesto di cambi fissi ma aggiustabili, fra le proprie monete e quelle dei loro principali *partners* commerciali.

Per quanto concerne la gestione dei tassi di cambio che fluttuano singolarmente, si devono distinguere i paesi i cui tassi di inflazione differiscono ampiamente da quelli in cui sono simili. Nell'ambito del primo gruppo, la gestione del tasso di cambio senza il restante processo di aggiustamento conduce, come dianzi affermato, ad un *impasse*. Ma analogamente, il restante processo di aggiustamento può non funzionare senza una qualche manovra ufficiale diretta del tasso di cambio. Se in un paese in disavanzo che sta compiendo seri sforzi per correggere la propria situazione di fondo, le autorità non sostengono al momento debito il cambio, fintantoché le misure correttive abbiano avuto il tempo di esplicare il loro effetto, la fiducia del mercato potrebbe essere negativamente influenzata. Ciò condurrebbe a un ulteriore deprezzamento della moneta, aumentando sia i prezzi delle importazioni sia le aspettative inflazionistiche e rendendo così più difficile il compito di portare l'inflazione sotto controllo. Per contro, quando il mercato avesse la sensazione che un paese in cronico disavanzo ha compiuto un importante progresso nel tenere in pugno la propria posizione verso l'estero e l'inflazione interna, potrebbe essere opportuno che la banca centrale intervenisse per prevenire un eccessivo apprezzamento della moneta.

Tuttavia negli ultimi anni l'instabilità dei tassi di cambio non si è affatto limitata ai casi in cui i differenziali di inflazione erano la causa di fondo. Dal 1973 la Germania e gli Stati Uniti hanno avuto tassi di inflazione grosso modo comparabili e al tempo stesso movimenti abbastanza ampi nel tasso di cambio dollaro-marco, anche se non nelle proporzioni dei deprezzamenti della sterlina e della lira o dell'apprezzamento del franco svizzero. Né questi movimenti trovano una spiegazione semplicemente nelle differenze tra i tassi di interesse di questi due paesi; nel 1973-74 essi erano stati il prodotto di gravi scosse di natura esogena: il crollo definitivo del sistema di Bretton Woods nel marzo del 1973, il rincaro del petrolio e la rimozione dei limiti all'esportazione di capitali dagli Stati Uniti. Ed anche più recentemente, sebbene il tasso di

cambio dollaro-marco sia stato meno instabile, i suoi movimenti non paiono aver rispecchiato semplicemente un mutamento nelle condizioni economiche e finanziarie dei due paesi. Tali movimenti rischiano di avere costi economici reali, ad esempio aumentando le incertezze che accompagnano le decisioni di investimento, e non si riesce a capire che cosa ci sarebbe da perdere se ci si sforzasse di appianarne le asperità mediante interventi ufficiali, tanto più che i movimenti del tasso di cambio dollaro-marco hanno conseguenze anche per le altre monete.

Queste differenti concezioni tra i paesi industriali riflettono in larga misura le difformità esistenti tra le economie relativamente chiuse del Nord America e quelle relativamente aperte dell'Europa. Queste ultime sono molto più vulnerabili delle prime sia agli effetti sui prezzi sia a quelli reali dei movimenti del tasso di cambio. Nelle condizioni attuali, esistono anche comprensibili divergenze tra il punto di vista dei paesi in disavanzo e quello dei paesi in avanzo: i primi sono ovviamente più ansiosi di evitare il circolo vizioso del deprezzamento della moneta di quanto non lo siano i secondi di prevenire un costante movimento al rialzo della propria, anche se alla metà del 1976 l'ascesa del franco svizzero aveva raggiunto un livello tale che le autorità hanno dovuto intervenire molto energicamente per porvi un freno. Osservando più in generale il sistema monetario internazionale nel suo complesso, per la maggior parte dei paesi un tasso di cambio prevalentemente non guidato non è una politica attuabile; ed anche in quei paesi in cui forse lo è, non è necessariamente sempre la politica migliore. Pertanto la gestione del tasso di cambio continuerà ad essere un necessario complemento di sane politiche monetarie interne, e ciò implica che la maggior parte dei paesi continuerà ad aver bisogno di riserve da impiegare a questo scopo. In altri termini, il crollo del sistema dei tassi di cambio fissi non ha comportato una riduzione a livello mondiale della domanda di riserve.

Produzione e mercato dell'oro.

Dopo cinque anni consecutivi di flessione, nel 1976 la produzione mondiale di oro (ad esclusione di quella dell'URSS e degli altri paesi dell'Est europeo, della Cina e della Corea del Nord) ha presentato un esiguo aumento, da 940 a 945 tonnellate metriche. Questo livello è del 25 % inferiore alla punta di 1.265 tonnellate toccata nel 1970.

La produzione del Sud Africa è stata di 709 tonnellate — una in più che nel 1975 — e avrebbe potuto essere anche leggermente superiore se non vi fosse stata una certa carenza di manodopera verso la fine dell'anno. La quantità di minerale trattato è salita del 2,5 %; nello stesso tempo vi è stata una flessione pressoché uguale nel contenuto medio di oro, che tuttavia ha ricominciato ad aumentare nell'ultima parte dell'anno. I costi medi di lavorazione dell'industria del Sud Africa sono stati del 15,5 % superiori a quelli del 1975 e il prezzo medio percepito dalle miniere per il loro prodotto è stato inferiore del 7 % (23 % in termini di dollari) a quello dell'anno precedente. I profitti medi dell'industria aurifera si sono quindi contratti del 31 %, una flessione pari a tre volte quella del 1975. Fra il terzo e il quarto trimestre dell'anno, i profitti sono tuttavia aumentati del 18 % in seguito alla forte ripresa del prezzo di mercato.

Produzione mondiale di oro.

Paesi	1929	1940	1946	1953	1970	1973	1974	1975	1976
tonnellate metriche									
Sud Africa	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	655,2	758,5	708,1	709,1
Canada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	60,8	52,8	51,4	52,5
Stati Uniti	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	36,6	35,1	32,7	32,2
Papuasias-N.Guinea . . . . .	.	.	.	.	0,7	22,5	22,6	19,3	21,0
Rodesia	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	15,6	20,0	20,0	20,0
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	22,7	19,1	17,7	16,9
Filippine	5,1	34,9	—	14,9	18,7	17,8	16,7	15,6	16,3
Australia	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	17,2	16,2	16,4	15,5
Colombia	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	6,7	8,3	9,7	12,4
Messico	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	4,1	4,2	4,0	4,0
Giappone	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	5,9	4,2	4,3	3,1
Zaire	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	4,2	3,9	3,2	2,9
Totale	529,0	970,6	607,5	692,2	1.231,8	1.069,3	961,6	902,4	905,9
Altri paesi	41,5	194,4	59,0	62,0	35,7	38,5	39,3	39,9	40,7
Produzione mondiale stimata*	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.267,5	1.107,8	1.000,9	942,3	946,6

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

Anche in Canada e negli Stati Uniti la produzione di oro (53 e 32 tonnellate rispettivamente) è variata di poco rispetto all'anno precedente. Fra i produttori minori, un certo aumento nella produzione della Papuasias-Nuova Guinea, della Colombia e delle Filippine è stato compensato da flessioni nella produzione di alcuni altri paesi.

Mentre nel 1976 la produzione globale di oro dei paesi occidentali è rimasta pressoché invariata, si valuta che le vendite dei paesi comunisti siano aumentate di 200 tonnellate, salendo a circa 350 tonnellate. Al mercato è anche affluito oro dalle riserve ufficiali del mondo occidentale, che nel 1976 sarebbero diminuite, secondo stime, di 270 tonnellate. Ma tale importo comprende anche una flessione di 160 tonnellate nelle riserve auree del Sud Africa, dovuta soprattutto ad operazioni di riporto in oro, concluse nel marzo 1976 fra la South African Reserve Bank e un gruppo di banche commerciali, che non hanno comportato un aumento dell'offerta di oro sul mercato. Escludendo la variazione nelle riserve del Sud Africa, lo scorso anno la flessione intervenuta nelle riserve auree ufficiali del mondo occidentale

Fonti e usi dell'oro. Stime.

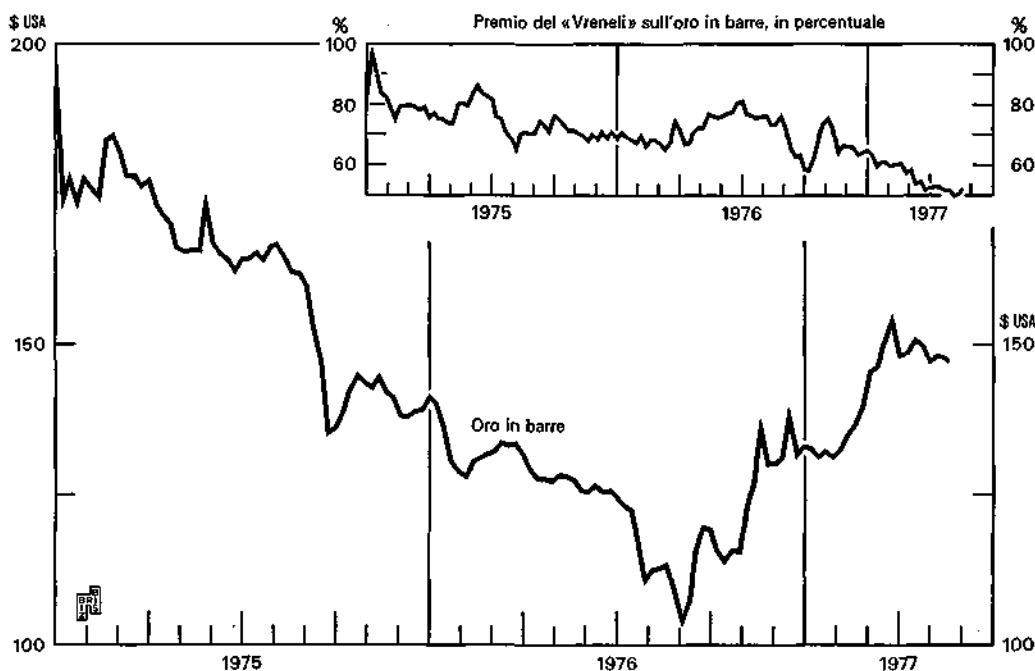
	1973	1974	1975	1976
In tonnellate metriche				
Produzione	1.110	1.000	940	945
Vendite da parte dei paesi comunisti (stime)	330	150	150	350
Flessione nelle riserve auree ufficiali del mondo occidentale (al netto)	40	35	35	110*
Totale (=assorbimento per usi non monetari. Stime.)	1.480	1.185	1.125	1.405

* Esclusa la flessione di 170 tonnellate nelle riserve auree del Sud Africa.

sarebbe ammontata a 110 tonnellate, una quantità non lontana dalle 121 tonnellate vendute alle aste del FMI tra giugno e dicembre del 1976. Considerando complessivamente la produzione aurea occidentale, le vendite stimate dei paesi comunisti e la contrazione dichiarata nelle riserve auree ufficiali dell'Occidente, escluso il Sud Africa, l'offerta totale di nuovo oro sul mercato nel 1976 può essere valutata in ben oltre 1.400 tonnellate, corrispondenti ad un aumento del 25% rispetto al 1975.

Nel complesso, il 1976 e i primi mesi del 1977 costituiscono un periodo in cui il prezzo di mercato dell'oro ha continuato a oscillare fortemente. La flessione cominciata all'inizio del 1975 continuava per i primi otto mesi dell'anno scorso; alla fine di agosto del 1976, il calo complessivo rispetto alla fine di dicembre del 1974 ammontava a circa \$95 per oncia, cioè a quasi il 50%. Seguiva una netta ripresa che verso la fine del marzo 1977 ha portato i prezzi ad oltre \$150 l'oncia. Alla base di questo miglioramento stava soprattutto una forte ripresa della domanda di oro, dal momento che fra il terzo e il quarto trimestre dell'anno scorso il mercato ha registrato un netto aumento dell'offerta. Alla ripresa della domanda hanno contribuito i cospicui acquisti del Medio Oriente.

Prezzi di mercato dell'oro.
Dati di fine settimana, in dollari USA per oncia di fino.



Il 1976 si è aperto con un mercato cedente dato che, nella riunione della Giamaica del 7 e 8 gennaio, il Comitato ad interim del Consiglio dei governatori del FMI confermava l'accordo - raggiunto nell'agosto 1975 nel quadro di più ampie intese sull'avvenire del ruolo monetario dell'oro - che prevedeva la vendita mediante aste pubbliche di un sesto (778 tonnellate) dello *stock* d'oro del Fondo entro un quadriennio, e la destinazione della parte dei ricavi eccedente il vecchio prezzo

ufficiale ad un Fondo fiduciario a beneficio dei paesi in via di sviluppo a basso livello di reddito. Fra il 7 e il 22 gennaio il prezzo di mercato dell'oro è sceso di 15 dollari, passando a \$124 per oncia di fino. Una breve ripresa riportava le quotazioni a \$134 a metà marzo, ma alla fine dello stesso mese esse erano nuovamente poco al disotto di \$130. Seguiva un periodo di relativa stabilità dei prezzi e l'annuncio, il 6 maggio, che le aste del FMI sarebbero iniziate ai primi di giugno non aveva sensibili effetti immediati sul mercato; ma il 1° giugno, alla vigilia della prima asta, il prezzo era scivolato a quasi \$126 per oncia di fino.

Nella prima asta furono vendute 24 tonnellate ad un prezzo comune di \$126 l'oncia; il totale delle offerte ricevute era stato di oltre il triplo. Il prezzo di mercato, salito subito dopo a poco più di \$127 l'oncia, riprendeva la tendenza al ribasso allorché divenne evidente che all'asta le offerte indirette delle banche centrali erano state molto modeste, e raggiungeva \$122 per oncia di fino il 13 luglio alla vigilia della seconda asta. Questa volta il prezzo di aggiudicazione fu di \$122,05; ne seguì immediatamente una netta diminuzione nel prezzo di mercato fino a \$107,75 l'oncia a causa di diffuse vendite speculative. Poiché le offerte d'acquisto per conto delle banche centrali erano state ancora una volta esigue, si prevedeva che le successive aste avrebbero ridotto ulteriormente il prezzo. Per di più era diffusa l'aspettativa che potessero essere imminenti ingenti vendite di oro da parte dell'URSS per la ricostituzione delle proprie disponibilità in valuta. Dopo una leggera ripresa verso la fine di luglio, il mercato segnava un ulteriore ribasso dalla metà di agosto e alla fine del mese le quotazioni erano appena superiori a \$103,05 per oncia, segnando il livello più basso dal dicembre 1973.

Questo doveva rivelarsi il punto di svolta. Iniziava una forte ripresa della domanda, con il risultato che alla fine di settembre il prezzo di mercato raggiungeva \$120. In novembre esso superava \$130, nel febbraio di quest'anno ha passato il livello di \$140 e verso la fine di marzo ha raggiunto una punta di quasi \$154 per oncia. All'inizio, l'inversione di tendenza era in gran parte da collegare alla copertura di posizioni allo scoperto assunte nell'estate del 1976; successivamente però, essa si rafforzava per effetto di una maggiore domanda per fini sia industriali sia d'investimento, con forti acquisti da parte del Medio ed Estremo Oriente. All'aumento della richiesta di oro per fini di investimento hanno contribuito probabilmente i timori di una ripresa delle pressioni inflazionistiche e il deludente andamento dei mercati azionari. La solidità della domanda nell'ultimo trimestre 1976 e nei primi mesi del 1977 è tanto più notevole in quanto, oltre alle aste regolari del Fondo di 24 tonnellate ogni sei settimane, in questo periodo si sono anche avute ingenti vendite di oro da parte dell'URSS.

Nel gennaio di quest'anno il Fondo ha provveduto a realizzare la prima parte del programma quadriennale di restituzione ai paesi membri di un sesto delle sue riserve di oro al vecchio prezzo ufficiale. Il totale effettivamente restituito a centododici paesi ammonta a 187 tonnellate. Il timore che la restituzione dell'oro potesse portare a vendite sul mercato da parte di alcuni paesi destinatari provocava, in gennaio, una temporanea interruzione della tendenza ascendente del prezzo di mercato. Più duratura si è rivelata finora l'incapacità del mercato di sostenere un livello superiore ai \$150 l'oncia dopo un aumento del 50% in poco più di sei mesi. Dalla punta di \$153,60 della fine di marzo le quotazioni sono scese a \$146 l'oncia alla fine di aprile. Verso la fine di maggio il prezzo era di poco inferiore a \$145 l'oncia.

In marzo il sistema di aste del Fondo è stato cambiato: vengono ora messe all'asta 16 tonnellate il primo mercoledì di ciascun mese, anziché 24 tonnellate ogni sei settimane.

Riserve e liquidità internazionale.

Ancora una volta, l'andamento registrato nel 1976 mostra come le statistiche delle riserve globali siano di dubbia utilità per valutare la situazione della liquidità internazionale. L'avanzo di cassa identificato dei paesi OPEC e l'aumento dichiarato nelle loro riserve sono stati dello stesso ordine di grandezza del 1975. Contemporaneamente non può dirsi che i vincoli di bilancia dei pagamenti del resto del mondo siano diminuiti; eppure l'aumento delle riserve globali è valutabile in \$30,6 miliardi, cioè quattro volte quello dell'anno precedente.

Per categorie di attività, anche lo scorso anno l'aumento delle riserve si è concentrato nelle disponibilità ufficiali in valuta e nelle posizioni di riserva sul FMI, aumentate di \$25,4 e 5,8 miliardi rispettivamente. Le riserve valutarie detenute negli Stati Uniti sono salite di \$11,2 miliardi; quelle in sterline detenute nel Regno Unito sono diminuite di \$3,8 miliardi, di cui \$0,8 miliardi rispecchiano la perdita di valore della sterlina e il resto prelievi da parte di detentori ufficiali dell'OPEC. Le riserve collocate al di fuori dei centri tradizionali risultano quindi aumentate di \$18 miliardi. Entro questa cifra, i depositi ufficiali identificati sul mercato delle eurovalute, insieme ai depositi ufficiali di valute estere in Canada e in Giappone, superavano \$11 miliardi. Si può calcolare che le sole variazioni di valutazione, connesse al deprezzamento del dollaro, abbiano fatto aumentare di oltre \$1 miliardo il valore in dollari delle riserve detenute in marchi e in franchi svizzeri. La più accentuata espansione delle posizioni di riserva sul FMI nel 1976 ha rispecchiato le transazioni finali nel quadro della *oil facility* e l'ampliamento del 45 % della facoltà di ricorso dei paesi membri al Fondo, in attesa dell'entrata in vigore del sesto incremento generale delle quote.

Come si spiega quindi questa accelerazione apparentemente paradossale nella crescita delle riserve globali durante il 1976, in presenza di eccedenze sempre cospicue nella bilancia dei pagamenti dei paesi OPEC e di una crescita relativamente modesta delle loro riserve? In una certa misura essa è derivata da variazioni nel valore del dollaro piuttosto che da transazioni risoltesi in creazione di riserve. Così, mentre nel 1975 l'apprezzamento della moneta americana aveva ridotto di oltre \$5 miliardi il valore in dollari delle riserve in valute diverse dal dollaro, nel 1976 le riserve nel complesso hanno risentito appena dei movimenti nel valore del dollaro. Tuttavia, anche al netto di questa differenza fra i due anni, l'aumento sostanziale delle riserve globali nel 1976 è stato due volte e mezzo quello del 1975.

La variazione più importante fra i due anni consiste nel capovolgimento dell'andamento delle riserve dei paesi importatori di petrolio, passate da una perdita di \$3,1 miliardi nel 1975 ad un'acquisizione di \$21,3 miliardi l'anno scorso. Hanno partecipato al miglioramento sia i paesi industriali sia quelli in via di sviluppo non petroliferi, con un aumento di \$10,5 miliardi, dopo una flessione di \$1,3 miliardi nel 1975, nelle riserve totali dei primi, ed un aumento senza precedenti di \$10,8 miliardi nelle riserve dei secondi, che si erano ridotte di \$1,8 miliardi nel 1975.

Variazioni nelle riserve globali, 1974-76.*

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva presso il FMI	DSP	Totale
	milioni di dollari USA				
Gruppo dei Dieci + Svizzera					
1974	+ 520	+ 1.735	+ 1.745	+ 390	+ 4.390
1975	- 1.605	+ 945	+ 1.620	- 230	+ 730
1976	- 260	+ 5.650	+ 4.340	+ 15	+ 9.745
Consistenze in essere alla fine del 1976	33.555	70.535	12.715	7.775	124.580
Altri paesi sviluppati					
1974	+ 55	- 2.590	- 145	- 215	- 2.895
1975	- 220	- 1.335	- 355	- 90	- 2.000
1976	- 240	+ 690	+ 400	- 125	+ 725
Consistenze in essere alla fine del 1976	3.965	21.695	1.065	740	27.465
Paesi in via di sviluppo non petroliferi					
1974	- 50	+ 3.075	- 155	+ 5	+ 2.875
1975	- 80	- 1.430	- 100	- 215	- 1.825
1976	- 10	+ 11.030	- 130	- 110	+ 10.780
Consistenze in essere alla fine del 1976	2.100	35.500	480	1.140	39.220
Insieme dei paesi importatori di petrolio					
1974	+ 525	+ 2.220	+ 1.445	+ 180	+ 4.370
1975	- 1.905	- 1.820	+ 1.165	- 535	- 3.095
1976	- 510	+ 17.370	+ 4.610	- 220	+ 21.250
Consistenze in essere alla fine del 1976	39.620	127.730	14.260	9.655	191.265
Paesi esportatori di petrolio					
1974	+ 50	+ 31.040	+ 1.945	+ 40	+ 33.075
1975	- 50	+ 7.310	+ 2.785	- 50	+ 9.995
1976	+ 55	+ 8.010	+ 1.215	+ 20	+ 9.300
Consistenze in essere alla fine del 1976	1.505	59.050	6.350	400	67.305
Tutti i paesi					
1974	+ 575	+ 33.260	+ 3.390	+ 220	+ 37.445
1975	- 1.955	+ 5.490	+ 3.950	- 585	+ 6.900
1976	- 455	+ 25.380	+ 5.825	- 200	+ 30.550
Consistenze in essere alla fine del 1976	41.125	186.780	20.610	10.055	258.570

* Compresa le variazioni di valutazione.

Quanto ai paesi in via di sviluppo non petroliferi, i cospicui aumenti di riserve nell'anno scorso si spiegano con la forte flessione nel loro disavanzo di parte corrente e con il perdurare di aiuti esteri e di afflussi di capitali, compreso un elevato ammontare di crediti bancari, a livelli simili a quelli del 1975. L'aumento delle riserve di questo gruppo di paesi ha riguardato soprattutto un numero limitato di essi in Asia e in America Latina. Gli aumenti maggiori si sono riscontrati per Brasile (\$2,5 miliardi), India (\$1,7 miliardi), Corea (\$1,4 miliardi), Argentina (\$1,2 miliardi) e Malaysia (\$0,9 miliardi). Inoltre vari altri paesi in via di sviluppo hanno mostrato aumenti nelle riserve di minor entità.

Quanto ai paesi industriali invece, le più ampie acquisizioni di riserve sono avvenute nonostante un peggioramento nella posizione globale delle partite correnti delle bilance dei pagamenti e sono state possibili grazie ad una redistribuzione fra di essi del disavanzo corrente globale, insieme ad un più elevato livello di indebitamento

da parte dei paesi deficitari. Quasi tutto l'aumento delle riserve dei paesi industriali è imputabile al Gruppo dei Dieci e alla Svizzera, per \$9,7 miliardi complessivamente. In questo caso il fattore determinante è stato il fatto che quattro quinti del deterioramento delle bilance delle partite correnti del Gruppo, passate da un avanzo di \$8,9 miliardi a un disavanzo di \$6,4 miliardi, hanno riguardato gli Stati Uniti. Le riserve di questo paese — che in pratica consistono quasi esclusivamente di crediti sul FMI — sono in effetti aumentate, lo scorso anno, di \$2,4 miliardi, in seguito al massiccio utilizzo di dollari nei prelievi presso il FMI. Alla peggiorata situazione della bilancia delle partite correnti degli Stati Uniti fanno riscontro in tre altri paesi del Gruppo dei Dieci — Germania, Giappone e Svizzera — forti avanzi di parte corrente, per \$3,0, 3,7 e 3,4 miliardi rispettivamente; grosso modo, questi si sono rispecchiati in aumenti delle riserve di \$3,8 miliardi ciascuno in Germania e Giappone e di \$2,5 miliardi in Svizzera. Del Gruppo, solo Francia e Regno Unito sono incorsi in perdite effettivamente ingenti delle riserve, \$2,9 e 1,3 miliardi rispettivamente; una cifra, quest'ultima, che, grazie al massiccio ricorso del settore pubblico al credito estero, rappresenta solo una parte dell'intervento totale della Banca d'Inghilterra nel corso dell'anno. In Canada e in Italia gli afflussi di capitali hanno trasformato disavanzi di parte corrente per \$4,4 e 2,9 miliardi rispettivamente in aumenti delle riserve di \$0,5 e 1,9 miliardi.

Nel gruppo degli "altri paesi sviluppati", il cui disavanzo globale di parte corrente è leggermente cresciuto raggiungendo \$22,6 miliardi, il miglioramento complessivo nel movimento delle riserve — da una perdita di \$2 miliardi a un aumento di \$0,7 miliardi — è stato il risultato di un maggiore indebitamento all'estero. I maggiori movimenti nelle riserve sono stati rappresentati, l'anno scorso, dagli aumenti della Jugoslavia e dell'Irlanda per \$1,2 e 0,3 miliardi e dalle flessioni della Spagna e del Sud Africa per \$0,8 e 0,3 miliardi rispettivamente.

Nel 1976 gli aumenti nelle riserve dell'OPEC hanno riguardato un maggior numero di paesi rispetto all'anno precedente ed inoltre fra i due anni vi sono alcuni grossi cambiamenti nella posizione di singoli componenti il gruppo. Ancora una volta l'Arabia Saudita ha presentato l'aumento maggiore (\$3,7 miliardi); questo tuttavia corrisponde appena al 40% dell'incremento del 1975 e nello stesso tempo rappresenta una quota molto minore sulla crescita delle riserve globali dell'OPEC. Le riserve dell'Iraq, diminuite di \$0,6 miliardi nel 1975, si sono accresciute di \$1,9 miliardi l'anno scorso; ed anche altri quattro paesi OPEC hanno presentato forti aumenti nelle riserve: l'Indonesia, la Libia e gli Emirati Arabi Uniti, con incrementi di circa \$1 miliardo ciascuno, e l'Algeria, le cui riserve si sono accresciute di \$0,6 miliardi. Lo scorso anno solo due paesi OPEC, contro cinque nel 1975, hanno subito perdite nelle riserve: la Nigeria (-\$0,6 miliardi) e il Venezuela (-\$0,3 miliardi). Il mutamento relativo al Venezuela è tanto più degno di nota in quanto nel 1975 le riserve del paese erano aumentate di \$2,3 miliardi.

In sintesi, l'aumento molto maggiore delle riserve globali durante il 1976 può essere attribuito (variazioni di valutazione a parte) soprattutto a due fattori: la riduzione del disavanzo globale di parte corrente dei paesi in via di sviluppo non petroliferi in presenza di un costante afflusso di capitali; e la traslazione verso gli Stati Uniti del disavanzo globale di parte corrente dei paesi sviluppati, che ha efficacemente ridotto il loro fabbisogno di finanziamento, pur accompagnandosi ad un ulteriore forte indebitamento all'estero dei paesi sviluppati in disavanzo.

Gli sviluppi dell'anno scorso hanno portato a circa \$180 miliardi l'espansione complessiva delle riserve globali dall'inizio degli anni Settanta, con un aumento del 230% in sette anni. Secondo alcuni, questa enorme espansione avrebbe condotto ad un eccesso di riserve nel sistema, che costituisce una minaccia d'inflazione per il futuro. Tuttavia il quadro generale può indurre in errore, come risulta dal contrasto fra il 1975 e il 1976. Anche quando vigeva il sistema di Bretton Woods, l'adeguatezza delle riserve non poteva essere valutata soltanto sulla base delle cifre delle riserve globali, ma era piuttosto oggetto di un giudizio complesso, come si riscontrò nel 1969 allorché fu presa la prima decisione di creare DSP. Ora che si fa un uso dei tassi di cambio fluttuanti di gran lunga maggiore, un giudizio di tal genere è divenuto ancora più difficile, per quanto, come mostrato altrove in questo capitolo, si può esagerare nel marcare la differenza fra il vecchio e il nuovo regime di tassi di cambio. Nel sistema attuale vi è ancora una forte componente di tassi di cambio fissi e, a parte ciò, la maggior parte dei paesi con tassi fluttuanti ha pur sempre bisogno delle riserve per la gestione dei medesimi.

Guardando agli anni Settanta, non è difficile trovare casi in cui eccessivi disavanzi di bilancia dei pagamenti sono stati finanziati, comportando un rinvio del processo di aggiustamento. Ma sostenere, sulla base di questi casi, che vi è un eccesso di riserve nel sistema è tutt'altra cosa. Occorre tener presenti almeno tre importanti aspetti quando si esamina la crescita delle riserve globali negli anni Settanta. Anzitutto l'importante, anche se non quantificabile, declino nella possibilità di utilizzare le riserve in oro. In secondo luogo, il fatto che la crescita delle riserve è dipesa interamente dall'aumento nell'indebitamento internazionale. Il che somiglia in certo modo a quanto avvenne nelle ultime fasi del sistema di Bretton Woods, con la differenza che il rischio di un eccessivo indebitamento potrebbe ora estendersi a gran parte del sistema monetario, mentre allora era concentrato nel principale centro di riserva. Dal 1970 l'indebitamento con l'estero dei paesi importatori di petrolio è cresciuto molto più velocemente delle riserve lorde ed i creditori sono in larga misura le banche commerciali. In terzo luogo, la distribuzione delle riserve si è deteriorata. Nei primi anni del presente decennio gli aumenti delle riserve si sono fortemente concentrati in un ristretto numero di paesi sviluppati, e la Germania e il Giappone da soli assorbivano quasi il 40% dell'aumento totale del 1970-72. In aggiunta a ciò, dopo il rincaro del petrolio nel 1973, si è avuta una concentrazione ancora maggiore nei paesi OPEC, accompagnata da una certa ulteriore incongruità nella distribuzione delle riserve fra i paesi importatori di petrolio.

Posto che le riserve non siano eccessive, si può sostenere il contrario, cioè che vi sia una carenza di liquidità internazionale nel sistema? Certo non nel senso di una carenza di riserve complessive. L'esperienza mostra come sia in atto una sorta di legge di Parkinson al riguardo, per cui le riserve trovano il modo di espandersi in misura sufficiente a far fronte ai disavanzi da finanziare, e poiché questi disavanzi sono a volte eccessivi, le riserve potranno espandersi troppo, non troppo poco. Il problema della liquidità nel sistema di Bretton Woods consisteva non in una carenza globale di riserve, quanto piuttosto in una carenza di oro al prezzo ufficiale fissato nel 1934 e in un crescente eccesso di dollari, a quel tempo convertibili in oro. Qualcosa non del tutto dissimile è avvenuta negli ultimi tre anni: la situazione di liquidità esterna di molti paesi, considerando insieme le riserve e l'indebitamento, può apparire inadeguata, ma le riserve lorde si sono ampie

— grazie soprattutto al credito bancario internazionale — in modo sufficiente a soddisfare le esigenze di finanziamento dei paesi deficitari.

Occorre chiedersi piuttosto se il tipo di espansione delle riserve che si è avuto sia quello ottimale e se non sia meglio, tanto per le banche che per il funzionamento del processo internazionale di aggiustamento, che il finanziamento ufficiale delle bilance dei pagamenti svolga un ruolo maggiore di quello avuto finora. La risposta a questa domanda è affermativa: occorre senz'altro migliorare quello che potrebbe definirsi l'aspetto qualitativo della creazione internazionale di riserve.

L'argomento può porsi nel modo seguente: si è spesso espresso il timore che le banche, dopo il fortissimo aumento registrato nella loro attività di credito internazionale negli ultimi tre anni, non siano più in grado di intermediare i fondi dell'OPEC o di altri paesi, nella stessa misura del passato. Certamente il loro credito ad alcuni particolari paesi dovrà diminuire ed anche, in qualche caso, cessare del tutto. Vi è però ancora un gran numero di paesi importatori di petrolio la cui affidabilità rimane buona e che presumibilmente preferiscono ricorrere alle banche piuttosto che fare il passo politico di richiedere crediti ufficiali. Per di più, i paesi eccedentari dell'OPEC continueranno con tutta probabilità a collocare buona parte delle loro eccedenze liquide presso le banche. Gli ultimi dati bancari disponibili non mostrano alcun segno di flessione, sia nei nuovi depositi dell'OPEC, sia nei nuovi crediti internazionali concessi dalle banche.

E' quindi prevedibile che le banche continuino a svolgere un ruolo di rilievo nell'intermediazione dei fondi dell'OPEC. Nondimeno, non sarebbe saggio presumere che esse riusciranno in futuro ad assumersi una quota del finanziamento totale ampia come in passato; né sarebbe desiderabile che lo facessero. Con ciò non si intende dire che le banche si siano dimostrate pronte a soddisfare tutte le richieste di credito, quali che fossero, o che esse non abbiano limiti oltre i quali rifiutano il credito ai singoli mutuatari. A volte, tuttavia, la concorrenza le ha spinte a comportarsi in modo piuttosto uniforme; e il processo di aggiustamento al quale alla fine sottopongono i paesi la cui capacità di indebitamento esse ritengono esaurita tende ad essere alquanto brusco.

Occorre pertanto che in futuro le fonti ufficiali di finanziamento esterno siano pronte ad assumersi una più ampia quota di esso. In parte ciò potrebbe avvenire, ed è desiderabile che avvenga, mediante un aumento degli aiuti ufficiali, delle sovvenzioni e dei prestiti, da parte sia dei paesi dell'OPEC, sia dei paesi sviluppati la cui situazione lo consenta, bilateralmente oppure attraverso organizzazioni internazionali per lo sviluppo. Tuttavia una parte cospicua del più ampio finanziamento ufficiale dovrebbe probabilmente passare attraverso gli istituti internazionali che forniscono credito per il finanziamento delle bilance dei pagamenti. Negli anni 1974-75 è stato negoziato dai paesi dell'OCSE un Fondo di sostegno finanziario di \$25 miliardi, per la concessione di crediti condizionali a medio termine ai paesi membri in difficoltà di bilancia dei pagamenti. Non è tuttavia certo che questo schema di finanziamento possa divenire operante, dal momento che gli Stati Uniti, che dovrebbero essere il maggiore contribuente, non hanno ratificato l'accordo. L'attenzione si è quindi rivolta sempre più al futuro ruolo del Fondo monetario internazionale.

L'attività di prestito del FMI è aumentata fortemente negli ultimi anni. Nel periodo 1974-76 l'uso totale netto delle sue risorse è stato di \$14,4 miliardi, passando

da \$3 miliardi nel 1974 a \$6,6 miliardi lo scorso anno. Al momento le risorse non impegnate del Fondo in valute utilizzabili (senza contare un possibile ulteriore uso dell'Accordo generale di prestito) ammontano probabilmente a meno di \$6 miliardi. Questa cifra sarà poco più che raddoppiata quando sarà stato effettuato il sesto aumento generale delle quote, presumibilmente verso la fine dell'anno; ma ove l'elargizione di credito continuasse al ritmo del 1976, al Fondo rimarrebbe una disponibilità di mezzi derivanti dalla sottoscrizione delle quote sufficiente a finanziare le richieste per non oltre due anni circa. Né sembra che un ulteriore aumento generale delle quote possa divenire operante prima del 1979 al più presto.

Dal lato dell'offerta quindi, il FMI non ha per il momento le risorse sufficienti ad accelerare fortemente e a mantenere ad un livello elevato il suo contributo alla creazione di liquidità internazionale. Parimenti dal lato della domanda, alcuni membri del Fondo — in particolare quelli con un margine ridotto di affidabilità sul mercato, ma pur sempre bisognosi di finanziamento dall'estero — non sono in grado di coprire una parte sostanziosa del proprio fabbisogno mediante il ricorso al Fondo, in base al loro presente diritto a prelevare.

A parte questi aspetti, un maggior ricorso al credito condizionale del Fondo potrebbe contribuire a migliorare il processo di aggiustamento, rendendolo meno brusco di quanto può avvenire allorché si ha a che fare con il finanziamento di mercato. Ma, affinché le future esigenze di finanziamento dei paesi deficitari possano essere singolarmente padroneggiate, bisogna che l'aggiustamento, per quanto graduale, avvenga. Ciò significa che i disavanzi non devono essere concentrati troppo a lungo in un numero ristretto di paesi, come è avvenuto negli anni successivi all'aumento del prezzo del petrolio. Queste considerazioni hanno indotto il Comitato ad interim del Consiglio dei governatori a riconoscere, nell'aprile del 1977, l'esigenza di creare temporaneamente nell'ambito del Fondo uno schema di finanziamento supplementare. C'è da sperare che questa facilitazione possa essere istituita verso la fine dell'anno, conferendo in tal modo al credito ufficiale un maggior ruolo nel finanziamento dei disavanzi e nella riduzione dei disavanzi eccessivi. Se si conseguiranno questi due obiettivi, la soluzione dei problemi connessi al finanziamento dello squilibrio tra i paesi dell'OPEC e il resto del mondo, che probabilmente rimarrà rilevante nell'immediato futuro, ne risulterà notevolmente facilitata.

VIII. LE ATTIVITA' DELLA BANCA.

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

Lo scorso anno la Banca ha continuato a svolgere, come di consueto, un ruolo attivo nel promuovere la cooperazione monetaria internazionale. La più importante iniziativa in questo settore è stata l'istituzione a favore della Banca d'Inghilterra nel febbraio 1977 di una linea di credito *stand-by* a medio termine (Terzo Accordo di Gruppo), dell'ammontare di \$ 3 miliardi, con l'appoggio delle banche centrali di Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Germania, Giappone, Norvegia, Paesi Bassi, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. Tale linea di credito può essere attivata per finanziare riduzioni nei saldi ufficiali in sterline al disotto del livello di £ 2.165 milioni raggiunto l'8 dicembre 1976, eccetto quelle derivanti dall'emissione da parte del governo britannico di obbligazioni denominate in valuta estera a favore di detentori ufficiali di sterline a condizione che, in generale, le riserve ufficiali del Regno Unito siano inferiori all'equivalente di \$ 6.750 milioni.

Oltre alle regolari riunioni a Basilea 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. In conformità dell'accordo raggiunto nella riunione del Comitato del 31 agosto 1975 a Washington, la Banca ha svolto 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 - organi comunitari, istituiti rispettivamente nel maggio 1964 e nell'aprile 1973 - 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 e le politiche di intervento su tali mercati (dall'inizio del 1976, la composizione di questo gruppo è stata limitata ai paesi CEE oppure estesa fino a comprendere altri paesi industriali, in genere membri del gruppo dei Dieci); un gruppo incaricato di esaminare periodicamente la situazione monetaria dei paesi membri e i problemi derivanti dal coordinamento, a livello comunitario, 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).

Come negli anni precedenti, nel 1976-77 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 lo stesso Comitato dei governatori e il Consiglio dei governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria, ciascuno nell'ambito delle proprie competenze e funzioni — strettamente connesse e complementari — hanno potuto adottare diverse decisioni e preparare relazioni e pareri, su base regolare o specifica, per la Commissione delle Comunità europee o, più di frequente, per i Ministri delle finanze dei paesi della CEE. Lo scorso anno questo lavoro si è concentrato soprattutto sui rapporti di cambio intra-comunitari (il funzionamento del "serpente", eventuali schemi di un nuovo sistema che comprenda tutti i paesi CEE) sull'esecuzione di operazioni finanziarie connesse con i prestiti comunitari e sul coordinamento delle politiche monetarie.

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 n. 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 a mettere a disposizione il Segretariato per gli esperti di informatica delle banche centrali dei paesi aderenti al Gruppo dei Dieci, contribuendo in tal modo a promuovere la cooperazione e lo scambio di informazioni in questioni attinenti l'elaborazione elettronica dei dati. Nel corso delle riunioni gli esperti hanno dedicato particolare attenzione all'esame di questioni concernenti i vari orientamenti nell'elaborazione dei dati piuttosto che alla soluzione di problemi tecnici connessi all'adozione di nuove procedure automatizzate. La maggior parte dei gruppi di lavoro creati per studiare gli aspetti tecnici sono stati successivamente sciolti in quanto il loro mandato è stato portato a termine. Infatti, le banche centrali partecipanti hanno per lo più completato la fase organizzativa ed introduttiva dei loro programmi di elaborazione elettronica dei dati e stanno ora concentrando la loro attenzione su questioni attinenti la gestione dei sistemi e la formulazione di programmi. Durante una settimana dedicata a riunioni e discussioni, i funzionari tecnici ed amministrativi delle banche centrali interessate hanno messo a confronto gli orientamenti dei loro istituti in materia di suddivisione delle responsabilità nella gestione dei dati, di programmazione dei progetti e di impiego delle loro risorse umane e materiali. Gli esperti hanno altresì esaminato gli sviluppi in settori quali lo smistamento di messaggi interbancari e i sistemi elettronici nei pagamenti internazionali, nonché il lavoro compiuto dall'International Standards Organisation. Grazie alla continua collaborazione delle banche centrali partecipanti, lo scorso anno è entrata in funzione su base sperimentale la banca elettronica dei dati; la fase sperimentale continuerà ancora per alcuni mesi al fine di consentire un'obiettiva valutazione dell'utilità di un servizio centralizzato di informazioni macroeconomiche per la BRI e le banche centrali.

2. Operazioni del Dipartimento bancario.

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1977, certificati dai revisori dei conti, sono riprodotti alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro.*

* * *

*

Il totale di bilancio al 31 marzo 1977 ha raggiunto una cifra senza precedenti pari a contro, al 31 marzo 1976,

F 48.846.308.213

F 43.425.770.553

Si è pertanto registrato un incremento di pari al 12,5 %, considerevolmente superiore, in termini assoluti e relativi, a quello del precedente esercizio finanziario (1.486 milioni, ovvero il 3,5 %).

F 5.420.537.660

Va notato che l'apprezzamento di talune valute, in particolare del marco tedesco dopo l'allineamento dei cambi dell'ottobre 1976, ha contribuito solo modestamente all'incremento del totale di bilancio.

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	
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	
1977	48.846	+ 5.420	+ 13	

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 di credito concluse dalla Comunità;
- 4) l'oro in custodia presso la BRI, che al 31 marzo 1977 ammontava a 1.311 milioni di franchi, rispetto a 1.160 milioni al 31 marzo 1976.

* 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.

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			
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	383	41.940
1976*	1.253	41.617	556	43.426
1977*	1.373	46.934	539	48.846

*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 rimasto immutato dal 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 1976-77 F 471.847.193

contro 423,8 milioni di franchi al 31 marzo 1976; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è quindi di 48 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

Come già nel precedente esercizio finanziario, il relativo importo è rimasto invariato.

4) Fondo di riserva libero

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1976-77 F 495.118.200

contro 423,1 milioni di franchi al 31 marzo 1976; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è quindi di 72 milioni di franchi.

Dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1976-77 le riserve totali della Banca ammontano pertanto a F 1.072.211.487

contro 952,2 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio, pari ad un incremento di 120 milioni; si rammenta che l'aumento delle riserve totali è stato di 155 milioni nell'esercizio 1974-75 e di 131 milioni nel 1975-76.

c) le "Partite varie" ammontano a F 456.854.834

contro 445,7 milioni di franchi al 31 marzo 1976, pari ad un aumento di 11,2 milioni.

d) Accantonamento per immobili F 34.450.867

contro 63 milioni di franchi al 31 marzo 1976; la diminuzione di 28,5 milioni di franchi deriva dal regolamento di spese ammontanti a 34,3 milioni di franchi, parzialmente compensate da un ulteriore trasferimento di 5 milioni di franchi deciso dal Consiglio di amministrazione, e da una differenza di cambio di 0,8 milioni di franchi.

e) Conto profitti e perdite, *prima* della ripartizione, F 167.920.050

Tale importo rappresenta l'utile netto per l'esercizio 1976-77, con una diminuzione di 11 milioni di franchi rispetto all'utile netto dell'esercizio precedente, pari a 178,9 milioni. I particolari delle proposte di ripartizione dell'utile per il 1976-77, conforme alle disposizioni dell'articolo 51 dello Statuto, 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 47.920.050 franchi - contro 47.876.749 franchi dell'esercizio precedente - in pagamento del dividendo di 100 franchi svizzeri per azione (come per lo scorso anno), da effettuarsi alla data del 1° luglio 1977.

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
	1976	1977	
	milioni di franchi		
Depositi di banche centrali	39.976	45.894	+ 5.918
Depositi di altri depositanti	1.641	1.040	- 601
Totale	41.617	46.934	+ 5.317

L'incremento registrato nei "Depositi di banche centrali" è stato piuttosto rilevante, anche in termini relativi (14,8% a fronte di 2,9% nel precedente esercizio

finanziario), e va ascritto soprattutto ai depositi in dollari USA, che hanno pertanto contribuito alla maggior parte dell'espansione nel totale di bilancio, e in misura minore ai depositi in marchi tedeschi. Per contro, i movimenti intervenuti nelle altre valute sono stati di media o modesta entità, registrando nel complesso un leggero aumento.

I "Depositi di altri depositanti" hanno subito un sensibile calo di oltre un terzo, per effetto del rimborso di fondi in dollari USA e franchi svizzeri affluiti in precedenza dal mercato.

L'effetto combinato delle variazioni nelle due categorie sopra menzionate è stato quello di aumentare ulteriormente — da 96,1 a 97,8% — la preminenza dei "Depositi di banche centrali" sul totale dei fondi ricevuti in prestito.

BRI: Scadenza e natura delle risorse ricevute in prestito.

Scadenza	Depositi in oro			Depositi in valute			Totale		
	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1976	1977		1976	1977		1976	1977	
	milioni di franchi								
A vista	2.568	2.509	— 59	682	753	+ 71	3.250	3.262	+ 12
Fino a tre mesi . . .	642	1.032	+ 390	30.233	35.523	+ 5.290	30.875	36.555	+ 5.680
Ad oltre tre mesi . .	310	24	— 286	7.182	7.093	— 89	7.492	7.117	— 375
Totale . .	3.520	3.565	+ 45	38.097	43.369	+ 5.272	41.617	46.934	+ 5.317

Rispetto al totale delle risorse ricevute in prestito la percentuale dei depositi in valute ha registrato un ulteriore leggero aumento, passando da 91,5 a 92,4%.

a) Depositi in oro

F 3.565.454.480

contro 3.520 milioni di franchi al 31 marzo 1976, con un aumento di 45 milioni che ha praticamente annullato la contrazione di 49 milioni registrata nel precedente esercizio finanziario; mentre i depositi a vista sono leggermente diminuiti in seguito a vari prelievi, quelli vincolati sono nel complesso aumentati per effetto di depositi in oro per periodi fino a tre mesi. Quest'ultima categoria è anche aumentata in seguito al ritrasferimento di alcuni depositi ad oltre tre mesi.

b) Depositi in valute

F 43.368.713.370

contro 38.097 milioni di franchi al 31 marzo 1976; il forte incremento di 5.272 milioni (+ 13,8%) va attribuito ai depositi fino a tre mesi, in quanto le leggere variazioni intervenute nelle altre due categorie — un aumento nei depositi a vista ed una diminuzione in quelli ad oltre tre mesi — si sono praticamente annullate a vicenda.

ATTIVO (UTILIZZO DELLE RISORSE).

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

Natura	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo				Variazione			
	1976		1977					
	milioni di franchi							
Attività a vista								
Oro	3.993		4.046		+	53		
Valute	72	4.065	81	4.127	+	9	+	62
Buoni del Tesoro								
Valute		289		133			—	156
Depositi vincolati e prestiti								
Oro	49		76		+	27		
Valute	34.530	34.579	40.720	40.796	+	6.190	+	6.217
Titoli a termine								
Valute		4.463		3.551			—	912
Totale								
Oro	4.042		4.122		+	80		
Valute	39.354	43.396	44.485	48.607	+	5.131	+	5.211

La tabella che precede illustra la composizione delle principali attività della Banca in base alla loro *natura*.

a) Oro F 4.046.386.009

consistente unicamente in oro in barre, contro 3.993 milioni di franchi al 31 marzo 1976. Il leggero aumento di 53 milioni, durante l'ultimo esercizio finanziario, va ascritto al già menzionato afflusso di nuovi depositi, parzialmente compensato dall'utilizzazione di oro in *swaps* contro valute e per investimenti.

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 700 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio finanziario a 857 milioni, con un incremento di 157 milioni.

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F 81.391.493
contro 72 milioni di franchi al 31 marzo 1976, pari ad un aumento di 9 milioni.

c) Buoni del Tesoro F 133.521.883
contro 289 milioni di franchi alla fine del precedente esercizio finanziario; la riduzione di 156 milioni corrisponde a poco più della metà della consistenza di portafoglio al 31 marzo 1976.

d) Depositi vincolati e anticipazioni F 40.795.640.791
contro 34.579 milioni di franchi al 31 marzo 1976. Come già nel precedente esercizio, l'aumento — 6.217 milioni, cioè il 18% — è stato alquanto più elevato dell'espansione delle attività totali.

La componente in oro è aumentata di 27 milioni di franchi, passando da 49 a 76 milioni, in seguito agli impieghi di oro sotto forma di depositi vincolati, come dianzi menzionato.

I depositi vincolati e le anticipazioni in valuta, saliti da 34.530 milioni a 40.720 milioni, registrano un aumento cospicuo di 6.190 milioni. L'accrescimento concerne essenzialmente i dollari USA e i marchi tedeschi per importi pressoché uguali, mentre le altre variazioni, compresa una marcata contrazione dei franchi svizzeri, hanno comportato complessivamente un leggero calo. L'aumento rappresenta nuovi investimenti effettuati su diversi mercati e, in misura minore, ulteriori linee di credito accordate alle banche centrali.

e) Titoli a termine

F 3.550.632.459

contro 4.463 milioni al 31 marzo 1976. La riduzione di 912 milioni, e cioè di un quinto, corrisponde all'incirca alla differenza tra la consistenza dei certificati bancari di deposito emessi sul mercato USA e degli effetti denominati in franchi svizzeri (entrambi giunti a scadenza) da un lato, e acquisti di titoli denominati in dollari USA dall'altro.

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

Periodi	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1976	1977	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi	29.493	31.815	+ 2.322
Ad oltre tre mesi	9.549	12.532	+ 2.983
Totale	39.042	44.347	+ 5.305

Come risulta dalla tabella, il totale delle due categorie di scadenze ha registrato incrementi alquanto simili in termini assoluti.

f) Partite varie

F 238.735.577

contro 30 milioni di franchi al 31 marzo 1976. Il forte aumento di 209 milioni è derivato dalle rettifiche contabili rese necessarie dal fatto che il volume di *swaps* per acquisti a pronti di oro contro valute conclusi a prezzi di mercato è stato maggiore di quello degli *swaps* conclusi sulla stessa base, ma in direzione opposta.

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 104.853.674

contro un saldo di 175 milioni alla fine di marzo 1976. La diminuzione di 70 milioni va ascritta al fatto che il totale delle nuove operazioni di *swaps* in oro (rivenduto a termine) contro valute - operazioni che hanno reso possibile un temporaneo smobilizzo delle riserve in oro delle banche centrali - è stato maggiore di quello degli *swaps* conclusi in senso inverso.

Inoltre, la Banca ha ripreso in parte la sua tradizionale attività nel settore delle operazioni in oro. In diverse occasioni, ha anche acquistato oro alle aste tenute dal FMI a partire dal giugno 1976 ed ha venduto quantità approssimativamente equivalenti.

* * *

*

Nel corso dell'esercizio finanziario 1976-77, le operazioni della Banca si sono sviluppate in linea con il totale di bilancio e il livello delle attività svolte è stato corrispondentemente elevato.

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 1976-77 si è chiuso il 1° giugno 1977. I relativi interessi sono ammontati a circa 23,3 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 1976-77, 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 allorché 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 1975-76	1976-77	
Americana . . .	\$	67.086.000	19.519.000	1.647.000	45.920.000
Belga	FB	202.872.000	56.736.000	4.959.000	141.177.000
Britannica . . .	£	20.667.500	5.771.500	468.700	14.427.300
Francese	FF	501.963.000	141.585.000	12.004.000	348.374.000
Olandese	Fl	52.581.000	14.454.000	1.219.000	36.908.000
Svedese	SKr	92.780.000	26.266.000	2.249.000	64.265.000
Svizzera	FS	58.393.000	16.035.000	1.320.000	41.038.000
Tedesca	DM	14.509.000	3.910.000	321.000	10.278.000

* Valore di rimborso al 1° maggio 1977, 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 1975	1976	
Americana . . .	\$	1.667.000	1.396.000	107.000	164.000
Anglo-olandese .	£	856.600	692.100	53.600	110.900
Svizzera	FS	7.102.000	5.152.000	437.000	1.513.000

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 1976-77, per il servizio dei prestiti garantiti la Banca ha ricevuto l'equivalente di circa 7 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 114 milioni di franchi.

Prestiti garantiti della CECA.

Serie dei titoli garantiti	Data di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Importo originario dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1977	Saggio di interesse %	Anno di scadenza finale o di rimborso
1°	1954	Stati Uniti	Governo USA	\$ 100.000.000	19.100.000	3 7/8	1979
2°	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	66.000.000	3 1/2	1982
3°	1955	Germania	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50.000.000	9.684.300	3 7/8	1981
4°	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	FB 20.000.000 F Lux 5.000.000	6.600.000 —	3 1/2 3 1/2	1982 1961
5°	1956	Saar	Landesbank Saar Girozentrale, Saarbrücken	DM 2.977.450 ²	205.444	4 1/2	1977
6°	1956	Svizzera	Emissione pubblica	FS 50.000.000	—	4 1/2	1974
7°	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	—	5 1/2	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	F Lux 100.000.000	40.419.424	5 7/8	1982
11°	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	5.100.000	5	1978
12°			Emissione pubblica	\$ 15.000.000	—	4 1/2	1963
13°	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	6.850.000	5 7/8	1980
14°			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 3/4	1963
			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 7/8	1964
				\$ 3.400.000	—	5	1965
15°	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	F Lux 100.000.000	56.039.034	5 1/2	1986
16°	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	FL 50.000.000	16.500.000	4 1/2	1981

¹ 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.
² 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 operativa iniziale, 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 le fluttuazioni tra i tassi di cambio entro un margine del 2,25 %;
- il regolamento periodico di tali debiti e crediti a brevissimo termine;
- operazioni effettuate in connessione con l'accordo di sostegno monetario a breve termine; le operazioni di questo genere sono comparse nei libri contabili del Fondo in connessione con il sostegno monetario ricevuto dalla Banca d'Italia tra il marzo e il dicembre 1974; sono successivamente scomparse dai libri contabili quando questo credito a breve termine è stato consolidato in assistenza finanziaria a medio termine. Tali operazioni dovrebbero comunque riapparire nei libri del Fondo in quanto nel maggio 1976 è stato concesso alla Banca d'Italia un nuovo sostegno monetario di \$482,54 milioni che non è stato ancora attivato.

Durante l'esercizio finanziario 1976-77, il volume delle operazioni contabili è variato in misura notevole parallelamente alla situazione sui mercati dei cambi dei paesi CEE partecipanti al "serpente" e al 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 delle risoluzioni e dei regolamenti adottati 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, con una scadenza media di oltre cinque anni; di questo importo i dieci tredicesimi sono stati messi a disposizione dell'Italia e i tre tredicesimi dell'Irlanda. Dalla conclusione di queste operazioni nell'aprile 1976 la Banca, nella sua funzione di Agente, ha controllato, da un lato, il pagamento degli interessi maturati e, dall'altro, ha partecipato all'esecuzione delle operazioni di consolidamento di due *tranches* di \$USA 100 milioni, cioè di conversione delle linee di credito bancarie a tasso variabile in crediti a interesse fisso.

Infine, sempre nella sua funzione di Agente, la Banca ha recentemente partecipato alla definizione delle condizioni e dei termini finanziari e tecnici di una nuova operazione di credito comunitario per conto dell'Italia, dell'ammontare di \$USA 500 milioni, decisa dal Consiglio delle comunità europee nell'aprile 1977 e che verrà eseguita nel giugno dello stesso anno.

6. Ripartizione dell'utile netto.

I conti relativi al quarantasettesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1977, presentano un saldo attivo di gestione di 175.776.466 franchi a fronte di 184.464.774 franchi per l'esercizio finanziario precedente e di 187.622.476 franchi per l'esercizio 1974-75. La contrazione registrata nel periodo sotto rassegna va attribuita in via principale ad un'ulteriore riduzione dei margini medi tra i tassi d'interesse percepiti dalla Banca sui fondi detenuti in valuta e quelli corrisposti dalla stessa sui depositi dei suoi clienti, nonché ad un ulteriore leggero aumento del livello dei costi di amministrazione della Banca.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 2.856.416 franchi allo "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione" e 5 milioni di franchi all'"Accantonamento per immobili". A seguito dei suddetti trasferimenti l'utile netto ammonta a 167.920.050 franchi, contro 178.876.749 franchi del precedente esercizio finanziario e 182.063.281 franchi dell'esercizio 1974-75. La ripartizione 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 167.920.050 franchi nel modo seguente:

- 1) un importo di 47.920.050 franchi per il pagamento del dividendo di 100 franchi svizzeri per azione;
- 2) un importo di 48 milioni di franchi al Fondo di riserva generale; ed infine
- 3) un importo di 72 milioni di 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.

Se le summenzionate proposte saranno accettate, il dividendo sarà corrisposto il 1° luglio 1977 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1977.

Il Bilancio, il Conto profitti e perdite e la tabella relativa alle variazioni nell'"Accantonamento per immobili" 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 1977, e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in calce al Bilancio.

7. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione.

Il mandato del Dott. Jelle Zijlstra, in qualità di Presidente del Consiglio di amministrazione e Presidente della Banca, è venuto a scadere il 30 giugno 1976.

Nella riunione del Consiglio tenutasi il 14 giugno 1976, egli è stato rieletto alle due cariche, in base all'articolo 38 dello Statuto, per un periodo di tre anni che si concluderà il 30 giugno 1979.

Nella riunione del Consiglio tenutasi il 14 settembre 1976 il Presidente ha annunciato che il Prof. Paolo Baffi ha nominato il Dott. Giovanni Magnifico ad esercitare le funzioni di suo Sostituto in assenza del Dott. Mario Ercolani, che succede al Dott. Rinaldo Ossola nella carica di Sostituto diretto. Il Presidente ha espresso al Dott. Ossola la gratitudine della Banca per i preziosi servizi resi.

Il mandato del Signor Henri Deroy in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 31 ottobre 1976, è stato rinnovato nell'ottobre 1976 per un ulteriore periodo di tre anni dal Signor Bernard Clappier, Governatore della Banca di Francia, in base all'articolo 27 (2) dello Statuto. Poiché il mandato del Signor Deroy, in qualità di Vice Presidente del Consiglio di amministrazione è giunto anch'esso al termine il 31 ottobre 1976, nella riunione tenutasi il 9 novembre 1976 il Consiglio lo ha rieletto, in base all'articolo 38 dello Statuto, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 31 ottobre 1979.

Nel novembre 1976 il Signor Krister Wickman ha lasciato la carica di Governatore della Banca di Svezia, rinunciando nello stesso tempo al suo seggio nel Consiglio di amministrazione della BRI. Nella riunione del Consiglio tenutasi il 9 novembre 1976, il Presidente ha ringraziato il Signor Wickman per gli eminenti servizi resi alla Banca durante il periodo della sua permanenza in carica, durato quasi tre anni.

Nella riunione del Consiglio tenutasi il 14 dicembre 1976, il nuovo Governatore della Banca di Svezia, Signor Carl-Henrik Nordlander, è stato eletto Consigliere, in base all'articolo 27 (3), per un periodo che si concluderà il 31 marzo 1978.

Nella riunione del Consiglio tenutasi l'8 marzo 1977, il mandato del Dott. Fritz Leutwiler, in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 31 marzo 1977, è stato rinnovato, in base all'articolo 27 (3) dello Statuto, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 31 marzo 1980.

Nell'aprile 1977 è stato annunciato che il 1° giugno 1977 il Dott. Otmar Eminger sarebbe succeduto al Dott. Karl Klasen nella carica di Presidente della Deutsche Bundesbank, divenendo così membro di diritto del Consiglio in sostituzione del Dott. Klasen. Nella riunione del Consiglio tenutasi il 10 maggio 1977 il Presidente ha espresso la sincera e profonda gratitudine di tutti i membri del Consiglio per gli eminenti servizi resi dal Dott. Klasen alla Banca durante la sua permanenza in carica durata oltre sette anni.

Il Dott. Antonio Rainoni, entrato a far parte della BRI nel dicembre 1946 e Direttore del Dipartimento monetario ed economico dall'aprile 1965, ha lasciato la sua carica alla fine del giugno 1976. Nella riunione del Consiglio tenutasi il 14 giugno 1976 il Presidente ha ringraziato il Dott. Rainoni a nome di tutti i membri del Consiglio per la grande perizia e competenza professionale ognora dimostrata nell'espletamento delle sue importanti funzioni.

Il Presidente ha annunciato nel corso della riunione tenutasi l'8 marzo 1977 che la Banca ha deciso di promuovere il Signor Charles Altenhoff al grado di Condirettore, con decorrenza dal 1° aprile 1977.

CONCLUSIONI.

Nel periodo intercorso dalla pubblicazione della Relazione annuale del 1976 si sono manifestati diversi sviluppi positivi. Dopo una pausa inaspettata durante l'estate e l'inizio d'autunno del 1976, la crescita industriale ha nuovamente ripreso slancio in alcuni importanti paesi. Il tasso d'inflazione è stato ulteriormente ridotto in Germania, Svizzera, Canada, Belgio, Danimarca, Francia e Paesi Bassi. Sulla scena internazionale, è proseguita la ripresa del commercio mondiale, vi è stata una migliore ripartizione dei disequilibri di bilancia dei pagamenti fra i paesi importatori di petrolio, ed è in genere proceduto senza asperità il finanziamento a livello internazionale. Ciò nonostante, non si può negare che le autorità preposte alla politica economica continuano a trovarsi dinanzi a molti difficili problemi.

Fra questi, il più incalzante, cui viene ripetutamente fatto riferimento nel corso della Relazione, concerne la situazione delle *economie interne* dei paesi industriali del mondo occidentale, ed in particolare la coesistenza dell'inflazione con elevati livelli di disoccupazione. Il grado di successo conseguito nella lotta all'inflazione è stato, a dir poco, molto disuguale; e benché a tale riguardo alcuni paesi stiano ancora ottenendo risultati positivi, le prospettive di ulteriori progressi nel breve periodo non sono promettenti. Al tempo stesso, l'andatura della ripresa si rivela nella maggior parte dei casi esitante; e persino laddove essa pare fondarsi su ampie basi e procedere ad un ritmo relativamente veloce — come negli Stati Uniti — è improbabile che possa condurre ad una rapida diminuzione della disoccupazione.

E' evidente che gli attuali livelli di disoccupazione sono inaccettabili. Ma è altrettanto evidente che l'unico tasso d'inflazione accettabile è un tasso decrescente. Pertanto i problemi-chiave di politica economica che si pongono alle autorità possono essere ridotti a due questioni fondamentali: come sostenere la ripresa ad un ritmo tale da ridurre la disoccupazione? E come conseguire al tempo stesso una costante diminuzione dei tassi d'inflazione?

La risposta al primo interrogativo dovrebbe essere ricercata essenzialmente nelle strategie volte ad ottenere un rilancio su vasta scala degli investimenti. Le ragioni che stanno alla base di tale proposta sono molteplici e ben fondate. La più importante è che, mentre i consumi e le esportazioni sono stati fattori d'espansione, la spesa per investimenti invece non ha tenuto il passo. Di conseguenza, disoccupazione e capacità produttiva inutilizzata si sono pesantemente concentrate nell'industria produttrice di beni strumentali. Eppure, guardando al futuro, da quale altro settore potrebbe provenire il necessario stimolo alla spesa globale? La lotta contro l'inflazione richiede una costante moderazione negli incrementi salariali. A questo stadio è chiaramente indesiderabile un forte stimolo globale derivante da consumi e trasferimenti pubblici. Senza dubbio in alcuni casi la crescita dovrebbe essere guidata dalle esportazioni; ciò non può tuttavia rappresentare una ricetta valida per i paesi industriali nel complesso. Infine, una più rapida formazione di capitale sarebbe di per sé un fattore positivo: essa contribuirebbe ad assicurare il futuro sviluppo della produttività; concorrerebbe ad eliminare le strozzature che si potrebbero manifestare nella capacità produttiva anche in presenza di un'abbondante offerta di manodopera;

e in una prospettiva più ampia, di portata mondiale, permetterebbe il necessario trasferimento di risorse reali dal "Nord" industriale ai paesi in via di sviluppo non petroliferi.

Le prospettive di un rilancio degli investimenti privati non sono poi così fosche. Condizione necessaria ma non sufficiente è un miglioramento della redditività delle imprese. Ciò sta già avvenendo in molti casi in misura crescente, anche se l'andamento dei profitti è assai difforme secondo i paesi ed i settori d'industria. Maggiori margini di autofinanziamento hanno contribuito ad allargare la base di capitale ed a migliorare le strutture finanziarie e la situazione di liquidità delle imprese. Inoltre, in molti paesi i mercati finanziari si sono dimostrati ricettivi nei confronti di un maggior ricorso al credito a lungo termine. Benché si richieda tempo prima che tali processi esercitino un influsso positivo sulla spesa per investimenti, soprattutto dopo un lungo periodo di rapida inflazione, essi in effetti ricostituiscono gradualmente una solida base per una maggiore attività d'investimento. Ciò che occorre ora è la fiducia che l'espansione economica riprenda vigore senza una recrudescenza dell'inflazione. La fiducia è stata seriamente scossa da una recessione acuta e duratura, dal persistere di ampi margini di capacità inutilizzata, da violente e imprevedute variazioni nei prezzi relativi e da incertezze di ogni sorta. La spesa per investimenti si accrescerà soltanto se le imprese potranno convincersi che il miglioramento della redditività non è effimero e che esse possono fare affidamento su una crescita ragionevolmente regolare della domanda. In conclusione, poiché più elevati livelli di occupazione richiedono una ripresa stabile, e poiché una siffatta ripresa dovrebbe basarsi su una crescente spesa per investimenti, le autorità potranno ridurre la disoccupazione solo a condizione che esse sappiano creare un contesto favorevole alla fiducia degli imprenditori in uno sviluppo equilibrato di lungo periodo.

Per quanto concerne il comportamento dei prezzi, sappiamo ora che l'esplosione inflazionistica degli anni 1973-74 ha avuto origine nel surriscaldamento sincrono della congiuntura mondiale agli inizi degli anni Settanta e che quindi, a prescindere dal brusco rincaro del petrolio, essa va in buona parte attribuita ad una inadeguata politica fiscale e monetaria in alcuni fra i maggiori paesi industriali. E' tuttavia altrettanto evidente che gli odierni tassi d'inflazione ostinatamente elevati non possono più essere spiegati dall'eccesso generalizzato di domanda e probabilmente neanche da contingenti strozzature settoriali. Al contrario essi sono causati dalle spinte provenienti dai redditi e quindi dai costi: in un buon numero di paesi tali spinte derivano largamente dalla persistenza di un'inflazione dei salari; in altri paesi, dove il tasso di crescita delle retribuzioni è chiaramente diminuito, esse provengono dalla necessaria ricostituzione dei margini di profitto in precedenza fortemente compressi da salari crescenti, dal deterioramento delle ragioni di scambio e da un vuoto di domanda finale. Se da un lato tale processo può parzialmente essere spiegato con il comportamento di coloro che hanno cercato di rivalersi degli effetti della passata inflazione, esso è altresì imputabile al persistere di vivaci aspettative inflazionistiche. Come spiegare altrimenti che un mercato favorevole ai compratori per tanti fattori produttivi, beni e servizi abbia avuto, dopo così lungo tempo, un impatto così limitato sui rispettivi prezzi?

Data la sopravvivenza di queste aspettative, la Relazione pone in modo particolare l'accento sul problema che si presenta a quei paesi il cui incremento dei prezzi

interni è stato esacerbato da una moneta in deprezzamento. Non v'è dubbio che in tutti i paesi l'origine dell'inflazione può essere fatta risalire a manchevoli politiche economiche interne; e dove il processo inflazionistico permane virulento, in molti casi esso trova tuttora assecondamento nell'espansione della massa monetaria. E' anche vero che tali politiche sono atte ad alimentare le aspettative inflazionistiche, ma sarebbe errato trascurare il fatto che il più poderoso influsso diretto sulle aspettative proviene dall'esperienza dell'inflazione e soprattutto dal suo accelerarsi, indipendentemente dalla causa originaria. Sarebbe quindi ben poco realistico sostenere che l'inflazione può essere estirpata facendo esclusivamente affidamento sul rigore della politica economica interna, mentre una moneta in deprezzamento continua ad alimentare, attraverso l'azione sui prezzi interni, le aspettative inflazionistiche di salariati, imprenditori, consumatori e investitori. E ciò può accadere pur con l'attuazione di politiche monetarie, fiscali e dei redditi adeguatamente restrittive se, ciò nonostante, il deprezzamento continua. Se si accetta che il superamento delle aspettative inflazionistiche deve essere un obiettivo primario di politica economica, ne consegue che si dovrà accordare tutta la necessaria attenzione alla stabilizzazione dei tassi di cambio, intesa come complemento — ma in nessun caso come sostituto — di politiche economiche interne restrittive.

Da quanto enunciato discendono due conclusioni di carattere generale. La prima è che non vi sono rimedi di rapido effetto per curare i mali della disoccupazione e dell'inflazione. Per ristabilire sia la fiducia degli imprenditori nella futura redditività e in uno sviluppo equilibrato, sia la fiducia generale in un ritorno alla stabilità dei prezzi, non vi è altra via che quella di pazienti politiche di medio-lungo periodo. La seconda conclusione è che l'inflazione e la disoccupazione sono strettamente interdipendenti. Le aspettative inflazionistiche sono divenute il principale fattore inibente nelle decisioni di investimento. Ciò perché l'inflazione è di per sé fonte d'incertezza: il suo ritmo può variare nel tempo; vi sono ampie differenze nel comportamento dei singoli prezzi; ed è fortemente probabile che l'inflazione provochi una reazione delle autorità in senso restrittivo. Per converso, un'efficace lotta all'inflazione richiede moderazione nella progressione dei costi del lavoro. Al fine tuttavia di evitare il rischio di un ristagno della domanda, gli investimenti dovranno espandersi in misura sufficiente a generare occupazione e flussi di reddito, e quindi ad accrescere la spesa globale sia direttamente, attraverso una maggiore domanda di beni strumentali, sia indirettamente, stimolando la spesa in beni di consumo e servizi.

Le strategie di medio-lungo periodo elaborate per combattere l'inflazione e la disoccupazione dovranno fare ricorso a tutti gli strumenti disponibili di politica economica, applicandoli nelle svariate combinazioni ritenute di volta in volta più adeguate alle necessità peculiari del singolo paese. Alcune enunciazioni di carattere generale paiono tuttavia possibili. Esse si basano tutte sull'ipotesi che l'obiettivo primario di politica economica consista nel procedere lungo un binario di crescita moderata ma costante.

La politica monetaria può svolgere un ruolo preminente col fissare — e, ancor meglio, con il dichiarare — obiettivi quantitativi per l'espansione degli aggregati. Per i paesi che desiderano intervenire il meno possibile sul mercato dei cambi, la grandezza da considerare ai fini dell'obiettivo è l'offerta di moneta, mentre per i

paesi che scelgono di non esporre completamente il proprio tasso di cambio all'impatto delle forze di mercato, l'obiettivo più congruo potrebbe essere definito in termini di espansione del credito interno. Il solo atto di fissare obiettivi credibili, integrato dalla dichiarata intenzione di riportare gradualmente il tasso di crescita degli aggregati a più convenienti livelli, può contribuire a smorzare notevolmente le aspettative inflazionistiche.

Circa la politica fiscale, le autorità dovrebbero evitare i due eccessi opposti del *fine-tuning* e della sfiducia nella gestione della domanda. Esse dovrebbero piuttosto mostrarsi chiaramente disposte ad impartire stimoli fiscali qualora vi sia un'evidente carenza della domanda globale del settore privato, e non semplicemente in reazione a qualsiasi improvviso scostamento rispetto alla tendenza prevista della spesa. Se si rende necessario un tale stimolo, può essere opportuno ridurre il carico fiscale, anziché far ricorso a provvedimenti discrezionali di spesa. Ma potrebbe altresì trovare spazio una espansione degli investimenti pubblici, con una limitazione di quelle componenti della spesa pubblica — consumi e trasferimenti — che in molti paesi hanno avuto una crescita così erompente.

Pare inoltre che la maggior parte dei paesi dovrà integrare gli strumenti tradizionali della politica monetaria e fiscale con provvedimenti volti a limitare direttamente la crescita dei redditi monetari. E' questo un campo nel quale ciascun paese vorrà senza dubbio adottare le politiche che più si confanno al suo particolare contesto politico ed economico. Le possibili soluzioni potranno andare da politiche dei redditi di carattere obbligatorio ad obiettivi di massima definiti consensualmente a livello nazionale.

Infine, l'enfasi posta sulle politiche globali di medio-lungo periodo non esclude l'attuazione di provvedimenti per alleviare le asprezze derivanti dal concentrarsi della disoccupazione in determinate aree o in determinate categorie sociali, soprattutto fra i giovani.

Passando ad esaminare l'economia internazionale, i problemi e le loro soluzioni appaiono in una luce più rosea, anche se, a prima vista, tale relativo ottimismo sembra scarsamente giustificato. Di fatto ci troviamo ancora di fronte a pesanti squilibri nei pagamenti internazionali che, in termini aggregati, ben difficilmente potranno essere ridotti — e men che meno eliminati — nel prossimo futuro. In mancanza di drastici provvedimenti per risparmiare energia, l'avanzo petrolifero, ora pesantemente concentrato in pochi paesi a bassa capacità d'importazione, è destinato a persistere. Al tempo stesso i paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio continueranno nel complesso ad accumulare disavanzi "strutturali" di parte corrente e alcuni squilibri permarranno anche nell'ambito dei paesi sviluppati.

Queste previsioni si basano innanzitutto sulla convinzione che il processo di aggiustamento sarà lento poiché, sebbene in molti casi inevitabili e necessarie, le variazioni dei tassi di cambio non producono rapidi aggiustamenti. Ovviamente esse non comportano affatto un aggiustamento per quanto riguarda l'avanzo petrolifero globale. Nel caso dei paesi in via di sviluppo non petroliferi l'efficacia del deprezzamento è smorzata dalla carenza di elasticità nell'offerta e nella domanda, derivante da rigidità strutturali. In quei paesi sviluppati — e sono la maggioranza — che hanno economie relativamente piccole e molto aperte, e dove i prezzi e i redditi interni

reagiscono con rapidità ai movimenti dei tassi di cambio, i deprezzamenti o gli apprezzamenti di per sé conducono solo di rado a variazioni nei tassi di cambio *reali*. Un effettivo cambiamento nella capacità concorrenziale di un paese si produce soltanto se i movimenti nel valore esterno della sua moneta si accompagnano ad adeguati provvedimenti di politica economica interna: restrizioni monetarie e fiscali nei paesi con moneta in deprezzamento, espansione in quelli con moneta in apprezzamento. In assenza di tali politiche, con ogni probabilità i movimenti nei tassi di cambio si limiteranno a "passare attraverso" l'economia del paese, trascinando con sé i tassi interni d'inflazione, in un rapido movimento compensativo delle variazioni nel valore esterno della moneta.

Ci si chiede però se le attuali condizioni dell'economia mondiale — soprattutto nei paesi industriali dell'Occidente — giustifichino l'attuazione *generalizzata* di drastiche politiche di aggiustamento sul piano interno. La risposta non è assiomatica. Da un lato, con il persistere di aspettative inflazionistiche, sarebbe un grosso errore insistere affinché i paesi eccedentari accelerino il ritmo di espansione interna solo perché alcuni osservatori ritengono che le previsioni ufficiali di crescita per il 1977 possano risultare errate per eccesso. I paesi in avanzo hanno conseguito una posizione di forza grazie ad una cauta gestione della domanda e possono quindi a ragione considerare la stabilità interna dei prezzi un obiettivo primario di politica economica; c'è da aggiungere che tale loro atteggiamento è nell'interesse generale. Sarebbe però altrettanto errato pretendere che tutti i paesi in disavanzo intraprendano simultaneamente politiche fortemente restrittive nell'attuale clima di esitante ripresa e di disoccupazione su scala mondiale. Tuttavia, ad essi soprattutto spetterà l'onere di avviare il processo di aggiustamento; processo che richiederà in alcuni casi un lungo periodo di tempo per realizzarsi.

Pertanto il presumibile persistere di squilibri globali continuerà a offuscare il quadro mondiale delle bilance dei pagamenti. Tuttavia il pessimismo che può sussistere a tale riguardo è sopravanzato dai motivi di ottimismo circa il finanziamento degli squilibri. In primo luogo, l'offerta di fondi destinati a finanziarli ha finora risposto bene alla domanda: ne è prova l'accelerazione totalmente imprevista del volume netto dei nuovi crediti internazionali di fonte privata avvenuta nel 1976. Ciò vale non solo a posteriori — in quanto gli effettivi squilibri di parte corrente sono finanziati per definizione — ma anche in un significato più vasto. Lo dimostra il fatto che molti paesi con cospicui disavanzi nelle partite correnti sono riusciti ad aumentare le proprie riserve sull'estero mentre pochi hanno fatto ricorso a restrizioni commerciali. In secondo luogo, questi mezzi di finanziamento privati potranno continuare a fluire in misura cospicua anche in futuro, purché le posizioni di bilancia dei pagamenti dei singoli paesi, in contrapposizione a quelle di gruppi di paesi, non si rivelino rigide. Fortunatamente non si tratta soltanto di un pio desiderio: nel 1976 un buon numero di paesi in disavanzo è riuscito a migliorare i propri conti con l'estero ed altri sono sulla via di farlo nel 1977. Se proseguirà questo processo di riassetto delle posizioni, risulteranno considerevolmente attenuati i timori di un collasso nell'intermediazione finanziaria delle banche fra paesi eccedentari e paesi in disavanzo. In terzo luogo, infine, sebbene in alcuni paesi l'onere connesso al servizio del debito abbia raggiunto livelli eccessivi, non pare che ciò valga per il complesso dei paesi in via di sviluppo non petroliferi. In altre parole, il volume *totale* del credito potrà mantenersi a livelli elevati, a condizione che si pervenga ad un aggiustamento in quei paesi che presentano

da tempo ampi disavanzi e che hanno di conseguenza accumulato un eccessivo indebitamento.

Queste considerazioni consentono un ragionevole grado di ottimismo quanto alla futura possibilità di finanziamento degli squilibri nei pagamenti. Nel contempo esse indicano tuttavia alcune direttrici lungo le quali dovrà muoversi l'azione della comunità internazionale nel suo insieme se le banche saranno ancora chiamate (come si auspica nella Relazione) a fornire fondi ai paesi in disavanzo, seppure in misura più limitata rispetto ai tre anni passati.

Due sono in particolare le linee d'azione che sarà necessario seguire. In primo luogo si dovrà provvedere un migliore flusso di informazioni sui paesi debitori. Questo obiettivo potrebbe essere conseguito sia con uno sforzo da parte degli organismi internazionali, sia incoraggiando le banche mutanti a raccogliere — ed i paesi debitori a fornire — dati più precisi, aggiornati e attendibili sull'indebitamento verso l'estero e sul livello degli oneri per il servizio dei debiti. Certo, una migliore informazione di per sé non garantisce né una corretta valutazione dell'affidamento del potenziale mutuatario, né elimina i rischi. Essa permetterebbe però che la concorrenza si eserciti alla luce del giorno piuttosto che dietro le quinte. In tutti i mercati un'adeguata informazione costituisce la base per un corretto funzionamento del gioco della domanda e dell'offerta.

In secondo luogo occorre promuovere altre forme di credito, al fine di alleviare l'onere gravante sulle banche private. Queste ultime saranno meglio in grado di agire in qualità di intermediari finanziari se i rischi di liquidità che esse si assumono nel processo di trasformazione delle scadenze e la loro esposizione nei confronti di singoli paesi non cresceranno a dismisura.

Il progresso più evidente potrebbe senza dubbio provenire da un finanziamento addizionale a lungo termine. Questo eliminerebbe la necessità di una trasformazione delle scadenze basata sull'intermediazione del credito e fornirebbe altresì una migliore infrastruttura finanziaria per il trasferimento di risorse reali ai paesi con disavanzi "strutturali", siano essi paesi emergenti non petroliferi oppure economie più sviluppate impegnate in un processo di rapida industrializzazione. Ai paesi con persistenti eccedenze di parte corrente spetta di incoraggiare esportazioni di capitali di tale tipo, che potrebbero assumere la forma di assistenza allo sviluppo, prestiti a lungo termine o investimenti diretti.

In aggiunta a tali modificazioni nei movimenti di capitali, è configurabile altresì una seconda forma di sostituzione, che comporta un accresciuto ruolo del credito fornito dagli organismi internazionali, ad esempio attraverso lo speciale schema di finanziamento in via di istituzione presso il FMI oppure mediante sistemi di garanzia multilaterale come la "rete di sicurezza" dell'OCSE. Tali forme di aiuto finanziario si giustificano in modo particolare nel caso di paesi i cui disavanzi di parte corrente e il cui indebitamento a breve hanno raggiunto livelli tali da suscitare la riluttanza delle banche a concedere ulteriori crediti. Fortunatamente non sono molti i paesi in tale situazione. Ma laddove il problema si pone, possono essere opportuni crediti a più lungo termine associati ad un fermo impegno da parte del paese mutuatario di avviare una risoluta politica di aggiustamento. Per questa forma di credito condizionato le istituzioni ufficiali sono chiaramente più adatte dei prestatori privati. Il credito condizionato potrebbe inoltre contribuire efficacemente a promuovere quella

mobilità nelle posizioni di bilancia dei pagamenti dei singoli paesi che, come detto dianzi, costituisce una condizione indispensabile per preservare il corretto funzionamento dei mercati finanziari privati.

Se saranno adottate politiche economiche orientate lungo queste direttrici – e vi sono ora buone possibilità che ciò avvenga – non vi è motivo di pensare che l'attuale quadro istituzionale non sia in grado di far fronte al finanziamento delle bilance dei pagamenti, anche se le cifre globali restano a livelli impressionanti. Tuttavia, in una prospettiva di più lungo periodo, il mantenimento dell'ordine internazionale – nelle sfere commerciale, monetaria e finanziaria – dipenderà dalla capacità dei singoli paesi di far fronte ai problemi, essenzialmente interni, di uno sviluppo inadeguato, di un'eccessiva disoccupazione e di elevati tassi d'inflazione. Si può anche sostenere che durante i suoi ultimi anni di esistenza il sistema di Bretton Woods abbia avuto un certo ruolo nell'espansione inflazionistica mondiale dei primi anni Settanta e nella susseguente acuta recessione. Oggi, tuttavia, la responsabilità grava di nuovo pienamente sulle spalle delle autorità preposte alla politica economica interna. I paesi in disavanzo hanno fatto l'amara esperienza che la fluttuazione al ribasso non li salvaguarda dalla disoccupazione, ma che rende anzi ancora più difficile il compito di frenare l'inflazione; al tempo stesso, i paesi eccedentari, benché abbiano riportato maggiori successi nella lotta all'inflazione di quanto abbiano saputo fare i loro vicini nel ridurre la disoccupazione, non sono riusciti ad eliminare completamente l'inflazione e sono parimenti afflitti dal problema della disoccupazione. Pertanto, la necessità di migliorare l'assetto monetario internazionale, tuttora assai imperfetto, non può servire da giustificazione per esimersi dall'affrontare i problemi della disoccupazione e dell'inflazione alle radici, ossia a livello delle economie nazionali.

RENÉ LARRE
Direttore Generale

BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE

AL 31 MARZO 1977

(Prima e dopo la ripartizione

Oro

Franchi oro

4.046.386,009

Cassa in contanti e conti a vista presso banche

81,391.493

Buoni del Tesoro

133.521.883

Depositi vincolati e anticipazioni

In 999

A 3 mesi al massimo	76.196.539
---------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------------

In valute

A 3 mesi al massimo	28,57 | 1.185.315
---------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-------------------

Ad oltre 3 mesi	12.148.258.937
-----------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	----------------

40.795.640.791

Titoli a termine

[illegible][illegible]

3.550.632.459

Partite varie

238.735.577

Terreno, immobili ed arredi

1

48.846.308.213

Nota 1: 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.

Nota 2: Al 31 marzo 1977 il saldo in oro da ricevere contro valute per contratti a termine ammontava a 104.853.674 franchi oro.

Nota 3: Al 31 marzo 1977 un ammontare in oro equivalente a 857.287.242 franchi oro era costituito in pegno in connessione con depositi ricevuti.

31 MARZO 1977

dell'utile netto dell'esercizio)

PASSIVO

										Prima della ripartizione	Dopo la ripartizione
										Franchi oro	Franchi oro
Capitale											
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
Riserve											
Fondo di riserva legale										30.070.313	30.070.313
Fondo di riserva generale										423.847.193	471.847.193
Fondo di riserva speciale per dividendi										75.175.781	75.175.781
Fondo di riserva libero										423.118.200	495.118.200
										952.211.487	1.072.211.487
Depositi (in oro)											
Banche centrali											
A vista										2.475.828.994	
A 3 mesi al massimo										1.031.930.318	
Ad oltre 3 mesi										24.548.970	
Altri depositanti											
A vista										33.146.298	
										3.565.454.480	3.565.454.480
Depositi (in valute)											
Banche centrali											
A vista										723.236.042	
A 3 mesi al massimo										34.694.729.766	
Ad oltre 3 mesi										6.943.968.978	
Altri depositanti											
A vista										30.097.685	
A 3 mesi al massimo										828.056.666	
Ad oltre 3 mesi										148.624.033	
										43.368.713.370	43.368.713.370
Partite varie										456.854.834	456.854.834
Accantonamento per immobili										34.450.867	34.450.867
Conto profitti e perdite										167.920.050	—
Dividendo pagabile il 1° luglio 1977										—	47.920.050
										48.846.308.213	48.846.308.213

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 1977, 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, 25 aprile 1977

PRICE WATERHOUSE & CO.

CONTO PROFITTI E PERDITE

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1977

	Franchi oro
Interessi netti e altri redditi	214.968.470
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione	483.548
Direzione e personale	31.219.746
Funzionamento degli uffici e altre spese	7.488.710
	<u>39.192.004</u>
Avanzo netto delle operazioni	175.776.466
meno: Importi devoluti ai seguenti accantonamenti:	
per spese straordinarie di amministrazione	2.856.416
per immobili	5.000.000
	<u>7.856.416</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1977	167.920.050
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 per azione, su 481.125 azioni	47.920.050
	<u>120.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva generale	48.000.000
	<u>72.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva libero	72.000.000
	<u>72.000.000</u>
	<u> </u>
	<u> </u>

Variazioni nell'Accantonamento per immobili durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1977

	Franchi oro
Saldo al 1° aprile 1976	62.965.885
più: Differenze di cambio	839.784
Trasferimento dal Conto profitti e perdite	5.000.000
	<u>68.805.669</u>
meno: Ammortamento delle spese sostenute	34.354.802
Saldo al 31 marzo 1977, come in bilancio	<u>34.450.867</u>

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

(al 31 marzo 1977)

Dott. J. Zijlstra, Amsterdam	Presidente del Consiglio di amministrazione, Presidente della Banca
Henri Deroy, Parigi	Vice Presidente del Consiglio di amministrazione
Barone Ansiaux, Bruxelles	
Prof. Paolo Baffi, Roma	
Bernard Clappier, Parigi	
Dott. Karl Klasen, Francoforte	
Dott. Fritz Leutwiler, Zurigo	
Carl-Henrik Nordlander, Stoccolma	
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	

Sostituti

Dott. Otmar Emminger, Francoforte, oppure
Dott. Leonhard Gleske, Francoforte
Dott. Mario Ercolani, Roma, oppure
Dott. Giovanni Magnifico, Roma
Georges Janson, Bruxelles
Christopher W. McMahon, Londra, oppure
M. J. Balfour, Londra
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
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
Charles Altenhoff	Condirettore