

# **BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

## **QUARANTANOVESIMA RELAZIONE ANNUALE**

**1° APRILE 1978 – 31 MARZO 1979**

**BASILEA**

**11 giugno 1979**

## INDICE

	Pagina
Introduzione . . . . .	I
 I. Le perturbazioni sui mercati dei cambi e l'inflazione nei paesi industriali dell'Occidente . . . . .	3
La crisi del dollaro del 1978 (p. 3); la recrudescenza dell'inflazione (p. 6); struttura della Relazione (p. 8).	
 II. La produzione e la domanda nei paesi industriali dell'Occidente . . . . .	10
L'andamento della domanda globale (p. 12); la spesa per consumi (p. 13), gli investimenti privati (p. 16); la politica fiscale (p. 17); la pressione relativa della domanda interna e l'aggiustamento dello squilibrio esterno (p. 19); il dilemma della gestione della domanda (p. 24); la flessione nella crescita della produttività (p. 27); andamento nei primi mesi del 1979 (p. 31); conclusioni (p. 33).	
 III. Inflazione e disoccupazione . . . . .	35
Il mutevole quadro dell'inflazione dei prezzi al consumo (p. 35); indicatori dei prezzi guida interni ed internazionali (p. 38); la recrudescenza dell'inflazione negli Stati Uniti (p. 42); l'interazione dei tassi di cambio e dei prezzi interni (p. 45); salari, prezzi, produttività e disoccupazione (p. 48); alcune implicazioni degli sviluppi recenti (p. 54).	
 IV. La moneta ed il credito. Andamenti e politiche a livello nazionale . . . . .	57
L'andamento degli aggregati e i problemi di politica monetaria (p. 57); gli aggregati monetari (p. 57), l'andamento dei tassi di interesse (p. 59); Stati Uniti: la scelta delle priorità ed il controllo degli aggregati monetari (p. 61); la problematica dei mercati dei cambi e le politiche monetarie (p. 63); nuovi conflitti di politica economica: espansione monetaria, tassi di interesse e tassi di cambio (p. 66); il finanziamento della pubblica amministrazione e del settore privato (p. 69); la posizione finanziaria del settore privato (p. 74); gli obiettivi e l'andamento degli aggregati monetari (p. 76).	
 V. Gli scambi e i pagamenti internazionali . . . . .	82
Il commercio mondiale (p. 82); bilance dei pagamenti (p. 87): paesi sviluppati (p. 90), paesi esportatori di petrolio (p. 106), paesi in via di sviluppo non petroliferi (p. 107), paesi ad economia pianificata (p. 108).	

## VI. I mercati internazionali del credito e dei capitali . . . . . 109

Aspetti salienti (p. 109); il settore bancario internazionale (p. 112): *fattori fondamentali* (p. 112), *gli effetti delle perturbazioni valutarie* (p. 115); andamento complessivo dei flussi bancari internazionali: fonti e impieghi (p. 117); gli sviluppi nei centri bancari europei (p. 122): *composizione per valute* (p. 122), *tipi di attività e passività* (p. 128), *il ruolo dei singoli centri del mercato* (p. 129), *dimensione netta dell'euromercato* (p. 130); le banche statunitensi e le loro filiali nei centri offshore (p. 132); le banche giapponesi (p. 133); l'andamento dei tassi di interesse (p. 134); l'andamento dei mercati obbligazionari internazionali nel 1978 (p. 136).

## VII. La scena monetaria internazionale . . . . . 141

L'andamento dei tassi di cambio (p. 141); il Sistema monetario europeo (p. 151): *le principali caratteristiche del sistema nella fase transitoria* (p. 152), *i primi mesi di funzionamento del sistema* (p. 155); il maggiore impegno dei principali paesi per la stabilità dei tassi di cambio (p. 156); la produzione e il mercato dell'oro (p. 157); le riserve e la liquidità internazionale (p. 161); liquidità internazionale: il punto della situazione (p. 166).

## VIII. Le attività della Banca . . . . . 170

Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 170); operazioni del Dipartimento bancario (p. 171): *passivo (composizione delle risorse)* (p. 173), *attivo (utilizzo delle risorse)* (p. 176); le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali (p. 178); la Banca come terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio (p. 180); la Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (p. 181); la cessazione dell'Accordo sulla garanzia di cambio nell'ambito dell'OCSE (p. 183); ripartizione dell'utile netto (p. 184); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (p. 185).

## Conclusioni . . . . . 187

\*                      \*

\*

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1979.

## ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati con un asterisco)

	Pagina
<b>La produzione e la domanda nei paesi industriali dell'Occidente</b>	
Paesi dell'OCSE: sviluppo, inflazione, disoccupazione e squilibrio esterno* . . .	10
Maggiori paesi industriali: dinamica del prodotto nazionale lordo e delle sue componenti . . . . .	11
Altri paesi industriali: dinamica del prodotto nazionale lordo e delle sue componenti	12
Retribuzioni e prezzi . . . . .	14
Reddito disponibile e spesa per consumi . . . . .	14
Quota di risparmio sul reddito disponibile delle Famiglie . . . . .	16
Saldo finanziario della pubblica amministrazione e disoccupazione . . . . .	18
Pressioni relative della domanda e saldi dell'interscambio con l'estero* . . . .	20-21
Saldi finanziari della pubblica amministrazione, 1966-78 . . . . .	25
Saldi finanziari dei settori . . . . .	27
Andamento della produttività del lavoro e del PNL. Scostamenti rispetto al trend 1960-73* . . . . .	28
Andamento degli investimenti fissi (escluse le abitazioni) a prezzi costanti* . .	30
Produzione industriale* . . . . .	32
Vendite al minuto (a prezzi costanti) . . . . .	33
 <b>Inflazione e disoccupazione</b>	
Inflazione in termini di prezzi al consumo* . . . . .	36
Variazioni dei prezzi al consumo . . . . .	37
Prezzi e retribuzioni* . . . . .	39
Prezzi delle materie prime a mercato mondiale. Indicatore "Economist"* . . .	41
Differenziali di inflazione e movimenti del tasso di cambio: raffronto rispetto agli Stati Uniti* . . . . .	46
Retribuzioni nominali e reali nell'industria . . . . .	49
Tassi di disoccupazione . . . . .	50
Disoccupazione e prezzi al consumo, 1960-78* . . . . .	51
Occupazione e produttività del lavoro . . . . .	54
 <b>La moneta ed il credito. Andamenti e politiche a livello nazionale</b>	
Tassi di espansione dell'offerta di moneta . . . . .	57
Tassi attivi minimi, rendimenti obbligazionari e variazioni nei prezzi al consumo*	60
Tassi di interesse a breve, tassi di cambio effettivi e tassi di espansione monetaria*	67
Variazioni nella massa monetaria in senso lato e incidenza relativa delle sue contro-partite del credito interno e della posizione sull'estero . . . . .	70
Finanziamento della pubblica amministrazione . . . . .	72
Fondi raccolti sui mercati del credito da soggetti residenti non finanziari . . . .	75
Aggregati monetari: obiettivi e tassi di espansione . . . . .	77
Obiettivi e tassi di espansione monetaria* . . . . .	78

## Gli scambi e i pagamenti internazionali

Commercio mondiale . . . . .	83
Incidenza relativa (stimata) delle variazioni in volume e in valore sui saldi commerciali nel 1977 e 1978 . . . . .	86
Transazioni internazionali di parte corrente . . . . .	88
Stati Uniti: bilancia dei pagamenti, 1976-78 . . . . .	91
Stati Uniti: saldo dell'interscambio di merci e servizi nel 1977 e 1978 . . . . .	92
Stati Uniti: effetti dei recenti deprezzamenti del dollaro . . . . .	93
Paesi sviluppati: bilance dei pagamenti . . . . .	95
Paesi sviluppati: posizioni monetarie sull'estero . . . . .	105
Transazioni di parte corrente dei paesi sviluppati, ad esclusione del Gruppo dei Dieci e della Svizzera . . . . .	106

## I mercati internazionali del credito e dei capitali

Mercato internazionale del credito. Variazioni nelle posizioni creditorie sull'estero delle banche, in moneta nazionale e in valuta, ed emissioni obbligazionarie internazionali. Stime . . . . .	110
Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta, delle banche nell'area dichiarante e di alcune filiali offshore di banche USA (per aree) . . . . .	118
Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta, delle banche nell'area dichiarante e di alcune filiali offshore di banche USA (per paesi) . . . . .	120-121
Struttura per valute dell'Euromercato: attività sull'estero in valuta delle banche europee dichiaranti* . . . . .	123
Posizioni sull'estero in dollari e in altre valute estere delle banche europee dichiaranti . . . . .	124
Attività e passività verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta, delle banche dei singoli paesi dichiaranti e di alcune filiali offshore di banche USA . . . . .	126/128
Attività e passività verso l'estero, in dollari e in altre valute estere, delle banche dei singoli paesi dichiaranti e di alcune filiali offshore di banche USA . . . . .	127/129
Fonti e impieghi dei fondi in eurovalute. Stime . . . . .	131
Tassi interbancari a tre mesi sui depositi in eurovalute e differenziali rispetto ai tassi interni* . . . . .	134
Tassi sui depositi in eurodollari e rendimenti delle obbligazioni in eurodollari* . . . . .	135
Emissioni obbligazionarie internazionali . . . . .	138
Rendimenti sui mercati internazionali e nazionali delle obbligazioni in dollari USA e in DM* . . . . .	139

## La scena monetaria internazionale

Tassi di cambio nominali: oscillazioni rispetto al dollaro USA* . . . . .	142
Tassi di cambio effettivi post-smithsoniani* . . . . .	145
Oscillazione dei tassi di cambio a pronti nell'ambito della fluttuazione congiunta europea* . . . . .	150
Composizione dell'ECU . . . . .	153
Tassi di cambio a pronti nello SME* . . . . .	156
Produzione mondiale di oro . . . . .	158
Fonti e usi dell'oro. Stime . . . . .	159
Prezzi di mercato dell'oro in barre, in dollari USA e in franchi svizzeri. 1977-79* . . . . .	160
Variazioni nelle riserve globali, 1976-78 . . . . .	162

## Le attività della Banca

Totali di bilancio negli ultimi dieci esercizi finanziari . . . . .	172
Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi dieci esercizi finanziari . . . . .	173
Origine delle risorse ricevute in prestito . . . . .	174
Scadenza e natura delle risorse ricevute in prestito . . . . .	175
Composizione delle attività a vista e di altri investimenti . . . . .	176
Depositi vincolati e anticipazioni e Altri titoli, suddivisi per vita residua . . . . .	177
Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (Prestito Young) . . . . .	179
Prestito internazionale del governo austriaco 1930 . . . . .	180
Prestiti garantiti della CECA . . . . .	181



# QUARANTANOVESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea l' 11 giugno 1979

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la quarantanovesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1978 e terminato il 31 marzo 1979.

Dopo il trasferimento di franchi oro 1.716.058 all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione", l'utile netto dell'esercizio finanziario ammonta a franchi oro 220.576.151 a fronte di franchi oro 191.050.134 del precedente esercizio e di franchi oro 167.920.050 dell'esercizio 1976-77.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 79.576.151 al pagamento di un dividendo di 110 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 56.400.000 al Fondo di riserva generale, franchi oro 8.000.000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 76.600.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1978-79 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1979.

La presente Relazione descrive nel Capitolo VIII l'attività della Banca nel corso del passato esercizio e riporta in appendice il Bilancio ed il conto economico.



## **I. LE PERTURBAZIONI SUI MERCATI DEI CAMBI E L'INFLAZIONE NEI PAESI INDUSTRIALI DELL'OCCIDENTE.**

Nel 1978 due ordini di avvenimenti sono stati fonte di preoccupazione per le banche centrali dei paesi industriali: la situazione di instabilità dei cambi, riportata sotto controllo verso la fine del 1978 e seguita da una fase di consolidamento nei primi mesi del 1979 e, più di recente, i segni di un riemergere generalizzato dell'inflazione. Tali fenomeni costituivano entrambi sintomi di ostinati problemi di fondo. Le perturbazioni valutarie sono state il riflesso di ampi squilibri precedenti e, in particolare, dell'enorme disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. L'accentuarsi della dinamica ascendente dei prezzi, per parte sua, fa sorgere dubbi sulla capacità dell'economia mondiale di svilupparsi ad un ritmo relativamente rapido senza riattivare il processo inflazionistico. Le reazioni delle autorità si sono finora dimostrate efficaci di fronte alle crisi valutarie, mentre sul piano dell'inflazione gli sforzi sono rimasti, a dir poco, scarsamente fruttuosi. Le preoccupazioni suscitate dall'andamento dei cambi e dei prezzi continueranno ad ispirare – a livello interno ed internazionale – politiche monetarie che rischiano di produrre conseguenze di vasta portata non solo per i paesi direttamente coinvolti, ma per l'intera economia mondiale. Per siffatte ragioni la presente Relazione si sofferma soprattutto sull'analisi delle perturbazioni valutarie e dell'inflazione. Questo capitolo introduttivo si prefigge di spiegare più in particolare tali ragioni.

### **La crisi del dollaro del 1978.**

Nel primo trimestre del 1978 e nei mesi di settembre e di ottobre si è assistito a sommovimenti valutari paragonabili solo a quelli che, all'inizio del 1973, condussero al crollo definitivo del sistema di Bretton Woods basato su tassi di cambio fissi. La caratteristica saliente di tale crisi è stata la netta flessione del tasso di cambio del dollaro USA rispetto a tutte le principali monete, sia quelle tradizionalmente forti, sia le altre, con la sola eccezione del dollaro canadese. Benché il valore esterno di queste monete si sia accresciuto in misura e ad un ritmo non uniforme (l'ultima serie di apprezzamenti, iniziata con lo yen, ha successivamente interessato il franco svizzero e si è conclusa con il marco tedesco, la cui rivalutazione ha acuito le preesistenti tensioni nell'ambito del "serpente") il movimento ascendente è stato sufficientemente generale da giustificare per questa perturbazione la qualifica di autentica crisi del dollaro.

Due aspetti meritano particolare attenzione nell'analisi di questa crisi. Anzitutto essa si è prodotta allorquando tutte le principali monete si trovavano in un regime di fluttuazione – pur non del tutto libera – dei tassi di cambio. Ciò in netto contrasto con le crisi del 1971 e del 1973, verificatesi entrambe in regime di cambi fissi. A quell'epoca molti economisti – ed anche alcuni esponenti di banche centrali – erano pervenuti alla convinzione che i cambi fluttuanti, malgrado i loro inconvenienti, avessero almeno il merito di non consentire l'insorgere di crisi valutarie.

L'esperienza acquisita con i tassi di cambio fluttuanti dal 1973 in poi ha portato ad un progressivo ripensamento, culminato nella reazione delle autorità statunitensi agli accadimenti dello scorso anno, consistiti non solo in un forte deprezzamento del dollaro, ma anche in frenetiche oscillazioni dei cambi accompagnate da situazioni in cui gli operatori del mercato non trovavano addirittura contropartita.

L'immediata ed ovvia conclusione da trarre dall'analisi dell'andamento dei tassi di cambio nel 1978 è che né il regime dei cambi fissi, né quello dei cambi fluttuanti possono funzionare correttamente quando vi sia una perdita di fiducia nel valore interno ed esterno della principale moneta di riserva e di scambio a livello internazionale. La tesi sostenuta nella presente Relazione – e già contenuta *in nuce* nel monito lanciato due anni orsono sui pericoli inerenti al forte disavanzo esterno degli Stati Uniti allora incipiente – è che, indipendentemente dal regime dei cambi, né gli Stati Uniti, né l'economia mondiale possono convivere con un ampio e persistente disavanzo nei pagamenti correnti americani. La posizione degli Stati Uniti differisce infatti nettamente da quella degli altri paesi, e ciò sotto vari aspetti: anzitutto per il ruolo del dollaro come moneta di riserva e di regolamento degli scambi internazionali, con la conseguenza che una notevole parte delle attività finanziarie denominate in dollari è detenuta al di fuori degli Stati Uniti; in secondo luogo, per l'assoluta libertà di cui hanno goduto gli operatori statunitensi dal gennaio 1974 per quanto concerne i movimenti di capitali con l'estero; in terzo luogo per il fatto che il volume totale dei dollari in possesso di residenti e di non residenti rappresenta una larga parte della liquidità mondiale. Di conseguenza, il tasso di cambio del dollaro è divenuto particolarmente sensibile alle decisioni prese dai detentori di attività liquide di diversificarle a favore oppure a scapito di altre monete. Una perdita di fiducia nel dollaro dovuta a un forte disavanzo delle partite correnti può pertanto condurre ad un deprezzamento abnorme che alimenta l'inflazione negli Stati Uniti e causa apprezzamenti eccessivi delle altre monete, senza contare le ripercussioni sui prezzi del petrolio e delle altre materie prime.

Un corollario di questa tesi è tuttavia che l'economia mondiale dovrà altresì evitare ampie e persistenti eccedenze di parte corrente dei paesi OPEC o di determinati paesi industriali: infatti, quale altro paese, se non gli Stati Uniti, si assumerà l'onere del corrispondente disavanzo per la parte che eccede il "normale" – cioè sostenibile – deficit dei paesi meno sviluppati non petroliferi?

Il secondo aspetto da tenere presente nel trarre insegnamento dalla crisi del dollaro è che le perturbazioni valutarie hanno raggiunto l'acme proprio allorché vi erano chiari segni – e non mere previsioni – che il mondo stava nel complesso muovendosi verso una struttura delle partite correnti più equilibrata di quanto fosse mai avvenuto dopo la crisi petrolifera del 1973-74. L'eccedenza dell'OPEC stava riducendosi a proporzioni sopportabili; molti paesi precedentemente deficitari vantavano ora eccedenze; il disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti era sulla via di una graduale riduzione e persino il saldo "reale" dei pagamenti correnti giapponesi stava avviandosi verso una posizione di equilibrio, mentre il saldo "monetario" tardava a muoversi nella stessa direzione a causa del netto, seppure presumibilmente temporaneo, miglioramento delle ragioni di scambio. Il fatto che i mercati non avvertissero questi progressi fino al volgere dell'anno non può essere imputato a carenze di informazione o di percezione. I dati erano accessibili a tutti e i mercati non sono poi così miopi. Ciò che mancava era una prova convincente che le autorità

statunitensi intendevano curarsi realmente del valore interno ed esterno del dollaro. Tale prova fu fornita con i provvedimenti annunciati il 1° novembre, che indicavano un deliberato irrigidimento della politica monetaria in risposta ai vincoli esterni, nonché il fermo impegno di intervenire sui mercati dei cambi. Dopo alcuni mesi di osservazione, i mercati sono pervenuti alla conclusione che le autorità degli Stati Uniti, unitamente a quelle degli altri paesi in causa, erano risolte a mantenere la situazione sotto controllo. Di qui la mutata atmosfera sui mercati ed il massiccio riflusso di fondi speculativi nei primi mesi del 1979.

Nella Relazione si prende atto con soddisfazione del generale riconoscimento del fatto che, al fine di evitare nuove crisi dei cambi, ed in particolare una crisi del dollaro, sia necessaria una struttura equilibrata dei conti con l'estero ed un credibile impegno ufficiale a mantenere la stabilità dei cambi; cioè in altri termini la concomitanza di una sana situazione di fondo e della volontà di intervenire con decisione sui mercati dei cambi. Entrambi i fattori sono essenziali, e nessuno dei due sarà sufficiente di per sé. Dopo essere stato messo alla prova, l'impegno ad intervenire è ora divenuto un dato di fatto. Ciò che si richiede ancora è la conferma che i pagamenti correnti continueranno ad evolversi nella giusta direzione. Purtroppo gli sviluppi più recenti costringono a temperare l'ottimismo che sarebbe stato giustificato in base agli andamenti del 1978. Il forte rincaro del petrolio accrescerà indubbiamente l'eccedenza dell'OPEC, ponendo nuovamente il delicato problema di chi sopporterà l'onere dei corrispondenti disavanzi. A tale difficoltà si aggiunge il riemergere dell'inflazione, che potrà indurre reazioni di politica economica tali da rallentare, o persino invertire, il processo di aggiustamento dei saldi con l'estero. L'esame di tale problema sarà ripreso nei capitoli successivi e nelle Conclusioni.

L'impegno delle autorità statunitensi ad effettuare interventi di vasta portata ha inoltre conseguenze sull'evoluzione a più lungo termine del sistema monetario internazionale. Una delle componenti della nuova politica degli Stati Uniti è stata l'acquisizione di riserve in valuta non soltanto mediante linee reciproche di credito con banche centrali, ma anche attraverso il ricorso al credito del FMI ed a fondi a medio termine raccolti sui mercati svizzero e tedesco. Si è trattato di un piccolo passo ufficiale verso un sistema a moneta di riserva multipla; tale orientamento diverrebbe ancora più esplicito se gli Stati Uniti acquistassero riserve valutarie attraverso interventi di mercato.

Un'altra conseguenza, meno diretta, della crisi del dollaro, è stata l'istituzione del Sistema monetario europeo. Si può certo sostenere che, nel caso di paesi strettamente interdipendenti sul piano degli scambi commerciali, è del tutto naturale il tentativo di creare una zona di relativa stabilità dei cambi. Ma si può anche fondatamente ritenere che la crisi del dollaro ha svolto un ruolo determinante nel dimostrare quanto sia divenuto auspicabile questo tentativo in un mondo destabilizzato. Nella forma attuale, lo SME non costituisce null'altro che un insieme particolareggiato e ben definito di regole di intervento sui mercati dei cambi, e una speranza, più o meno condivisa, che gli aggiustamenti dei tassi centrali non solo avverranno senza scosse ed in modo tempestivo, ma diverranno anzi meno necessari in virtù della convergenza delle politiche e degli andamenti economici. Persino questo modesto sistema può contribuire a riportare la calma sui mercati dei cambi intraeuropei, purché i paesi membri siano pronti ad osservare le regole del gioco. A più lunga scadenza, tuttavia, lo SME potrebbe divenire qualcosa di più di una zona di relativa

stabilità: potrebbe divenire un *partner* degli Stati Uniti nel dare forma ad una comune politica di intervento nei confronti del dollaro, promuovendo in tal modo una maggiore stabilità dei tassi di cambio nel mondo intero.

### **La recrudescenza dell'inflazione.**

Se da un lato appare legittima una nota di cauto ottimismo allorché si consideri il mutato atteggiamento delle autorità verso la stabilizzazione dei tassi di cambio e la conseguente calma sui mercati valutari durante i primi mesi del 1979, dall'altro l'ottimismo appare poco o per nulla giustificato dinnanzi al peggioramento osservato più di recente sul fronte dei prezzi.

Nella maggior parte dei paesi industriali si è palesata una riaccelerazione dell'inflazione. Tale processo, in corso da oltre due anni negli Stati Uniti, si è manifestato più recentemente, a livello dei prezzi al consumo, nel Regno Unito, in Italia, in Germania e in Svizzera; sia in questi che in molti altri paesi vi è stata una sensibile tendenza al rialzo dei prezzi all'ingrosso. Infine, fatto non meno importante, vi è stato un forte rincaro di numerosi prodotti primari, in particolare delle materie prime ad uso industriale e del petrolio. Una siffatta dinamica dei prezzi solleva interrogativi inquietanti.

In primo luogo gli aumenti in molti casi hanno riguardato paesi in cui sussistevano, almeno secondo i tradizionali criteri di valutazione, ampi margini di capacità inutilizzata ed un alto tasso di disoccupazione. L'unica eccezione di rilievo è rappresentata dagli Stati Uniti, dove per un certo tempo si erano manifestati chiari segni di un eccesso di domanda di beni, di servizi e persino di manodopera. Ciò sta forse a significare che i sistemi convenzionali per misurare il grado di utilizzo della capacità e la disoccupazione non danno più sufficiente affidamento? Oppure, di fronte al persistere di aspettative inflazionistiche, ci si può ancora valere della distinzione, ora invero un po' screditata ma pur sempre allettante, fra inflazione da domanda e inflazione da costi? Lo stesso dilemma vale per i prodotti primari, i cui prezzi hanno registrato forti aumenti sui mercati internazionali anche quando la capacità produttiva — ad eccezione del caso del petrolio — era presumibilmente ben lontana dal livello massimo di utilizzo.

Un secondo motivo di inquietudine è il fatto che alcuni dei più repentini e imprevisi aumenti dei prezzi all'ingrosso o al consumo hanno avuto luogo in paesi che in passato avevano conseguito i migliori risultati nell'imbrigliare l'inflazione. E' il caso, in particolare, della Germania e della Svizzera e, in misura minore, del Giappone, paese in cui la decelerazione dell'inflazione, sebbene alquanto spettacolare, è fenomeno più recente. Poiché il risveglio dell'inflazione in questi paesi ha coinciso con la flessione dei tassi di cambio effettivi delle loro monete, sorge spontaneo domandarsi se i loro precedenti successi non fossero in parte attribuibili all'apprezzamento delle monete stesse, piuttosto che ad un effettivo controllo dell'inflazione endogena. Diversamente, come avrebbero potuto trasmettersi con tanta velocità ed intensità ai prezzi interni i recenti aumenti dei prezzi all'importazione? O forse questi rincari non fanno che confermare la vecchia ipotesi secondo cui i prezzi sono rigidi verso il basso, ma flessibili verso l'alto, evidenziando l'effetto unidirezionale delle fluttuazioni dei tassi di cambio?

Infine, più inquietante di tutto, è il carattere diffuso della recrudescenza dell'inflazione. Il fatto che essa, in una forma o nell'altra, si sia acuita nella maggior

parte dei paesi sta ad indicare l'esistenza di cause comuni, altrettanto diffuse, e al contempo scredata alquanto la ricerca compiaciuta di spiegazioni *ad hoc*. Un fattore comune può forse risiedere nella più rapida crescita dell'offerta di moneta? O si deve piuttosto incolpare l'espansione eccessivamente rapida della liquidità internazionale? Oppure, più modestamente, la responsabilità di tale situazione deve essere attribuita al brusco deterioramento delle ragioni di scambio dei paesi industriali, che ha posto termine alla situazione di felicità illusoria in cui alcuni di essi erano vissuti negli ultimi due anni?

La presente Relazione si sforza di offrire risposte, se non perentorie, quanto meno plausibili, ad alcuni di questi interrogativi. Implicitamente, le autorità hanno già dato una propria risposta predisponendo o attuando provvedimenti antinflazionistici. A livello internazionale, l'attenzione si è accentrata sull'impatto inflazionistico, effettivo o potenziale, della rapidissima espansione delle riserve valutarie avvenuta negli ultimi anni, e al fenomeno della crescita altrettanto rapida del credito bancario internazionale. Occorrerebbe forse prendere provvedimenti per moderare la crescita di tale attività di credito in generale, e della sua componente in eurovalute in particolare?

Sul piano interno l'inflazione è oggetto da molto più tempo di preoccupata attenzione e ciò ha condotto ad una serie di provvedimenti. Dall'autunno scorso negli Stati Uniti la politica monetaria ha assunto un indirizzo più restrittivo, in seguito all'accelerarsi della dinamica ascendente dei prezzi interni. Due dei maggiori paesi tradizionalmente eccedentari (Germania e Giappone) hanno innalzato il saggio ufficiale di sconto e sembrano ben lieti di constatare nei primi mesi del 1979 un'inversione nei flussi di fondi che li ha sgravati dal pesante onere di assorbire l'eccesso di liquidità generato dagli interventi dello scorso anno in sostegno del dollaro. Altri paesi non sembrano aver ancora agito con decisione sui freni quantunque non li avessero mai allentati completamente. Molti continuano a perseguire gli obiettivi monetari prefissati, che esercitano chiaramente un impatto restrittivo, così come le politiche dei redditi e dei salari rimaste in vigore, direttamente o indirettamente, in parecchi paesi.

Non v'è certo bisogno di ricordare come l'inflazione sia deleteria per qualsiasi economia individualmente considerata. Essa comporta ingiuste distorsioni nella distribuzione del reddito e crea un clima di incertezza che mina le basi delle decisioni di investimento razionali, orientate verso una crescita reale. I provvedimenti antinflazionistici sono pertanto altamente auspicabili. Essi però dovrebbero essere coordinati a livello internazionale in modo da impedire il riemergere di squilibri nei pagamenti e il ripetersi di crisi valutarie. Uno dei principali temi che percorrono l'intera Relazione — e che trova più ampio sviluppo nelle Conclusioni — è che i recenti rincari del petrolio e le forti tensioni sui mercati delle materie prime ad uso industriale, congiuntamente alla ripresa dell'inflazione nei singoli paesi, fanno presagire nuovi pericoli. Tali forze rischiano di provocare una costellazione di situazioni congiunturali e di politiche che, senza ricondurre immediatamente sotto controllo l'inflazione *mondiale*, potrebbero compromettere il processo di aggiustamento delle partite correnti iniziato un anno fa, provocando in tal modo nuove crisi valutarie e *simultaneamente* una grave recessione. Ciò potrebbe facilmente verificarsi qualora i provvedimenti restrittivi fossero concentrati, piuttosto che negli Stati Uniti, nei paesi a moneta forte, tradizionalmente caratterizzati da un comportamento prudentiale.

### **Struttura della Relazione.**

Il Capitolo II sintetizza il recente andamento della produzione nei principali paesi industriali analizzando il comportamento delle componenti della domanda globale. Esso formula tre considerazioni di carattere generale. Anzitutto, sebbene non sussistano prove convincenti a sostegno di un pessimismo generalizzato per quanto riguarda l'efficacia della gestione della domanda, le differenti concezioni del ruolo di quest'ultima, in un contesto mondiale inflazionistico, hanno costituito una delle principali cause di squilibrio nei pagamenti fra i paesi industriali ed hanno quindi presumibilmente contribuito ad originare le perturbazioni valutarie. In secondo luogo, più di recente, la gestione della domanda ha avuto nel complesso un ruolo positivo nel riuscito processo di aggiustamento delle bilance dei pagamenti sia nei paesi in disavanzo, sia in quelli eccedentari. Infine, con la ripresa dell'inflazione e il deludente andamento della produttività in molti paesi, il margine rimasto a disposizione per l'ulteriore espansione della domanda è divenuto più esiguo.

Il Capitolo III pone in primo luogo l'accento sui profondi cambiamenti nella configurazione dei tassi di inflazione intervenuti durante gli ultimi due anni. Esso esamina quindi alcune delle possibili ragioni della forte ripresa dell'inflazione negli Stati Uniti e della connessa flessione del dollaro. Segue un'analisi dei fattori che stanno alla base dei circoli "viziosi" e "virtuosi" del binomio tasso di cambio-inflazione, che l'anno scorso hanno accentuato la turbolenza dei mercati valutarie e amplificato i differenziali dei tassi di inflazione. I mutamenti di politica economica intervenuti dalla fine del 1978 hanno interrotto e in parte invertito il corso di questi movimenti. Ma un'importante conseguenza è che, in un sistema economico mondiale fortemente interdependente e operante in regime di tassi di cambio fluttuanti, l'economia statunitense non sembra più in grado di divergere nettamente, in termini di produzione reale e di prezzi, da quella degli altri paesi. Per di più, data la sensibilità dei prezzi e delle retribuzioni agli impulsi provenienti dalla domanda e dai costi, i paesi industriali dovranno probabilmente rassegnarsi a seguire politiche di crescita improntate a cautela. Ne consegue altresì la necessità che essi rinnovino i loro sforzi per combattere la disoccupazione — in molti paesi ancora a livelli preoccupanti — mediante provvedimenti sul piano strutturale tendenti a migliorare la qualificazione professionale, a favorire la mobilità del lavoro, a incoraggiare gli investimenti e la produttività.

L'andamento dei mercati monetari e del credito (Capitolo IV) ha rispecchiato le forti differenze emerse fra i vari paesi negli indirizzi di politica e nelle linee di sviluppo dell'economia. Su di esso hanno tuttavia anche influito marcatamente le alterne vicende del dollaro e, più di recente, il generale deterioramento delle prospettive circa l'inflazione. Il capitolo spiega per quali ragioni, nonostante l'uso degli obiettivi monetari, la politica monetaria degli Stati Uniti e i flussi del credito totale abbiano consentito una rapida crescita della domanda nominale interna, con aumenti dei tassi di interesse di poco superiori a quelli di inflazione. Altri paesi, ed in particolare Germania, Svizzera e Giappone, hanno avuto maggior successo nello stabilizzare e nel ridurre gradualmente i propri tassi di espansione monetaria. Tuttavia, in seguito alla flessione del dollaro, esacerbata dagli ampi movimenti nella composizione delle attività in valuta a livello internazionale, le politiche monetarie di tali paesi sono entrate sempre più in conflitto con il desiderio di evitare oscillazioni eccessive dei tassi di cambio e con quello di mantenere lo slancio della ripresa. Una conseguenza è stata la maggiore enfasi data alle politiche monetarie improntate alla

stabilità dei cambi. Un altro effetto è stato il passaggio ad una politica monetaria leggermente più restrittiva, dapprima negli Stati Uniti e poi, con il rafforzarsi del dollaro e l'emergere di segni di inflazione, anche in Germania, in Giappone e in Svizzera. In gran parte degli altri paesi industriali, nel frattempo, la politica monetaria ha mantenuto un indirizzo alquanto cauto, che pare essere stato nel complesso compatibile con la situazione sul piano interno ed esterno.

Il Capitolo V, che tratta dell'andamento delle bilance dei pagamenti, si sviluppa attorno a due temi principali: in primo luogo la contrazione dell'avanzo di parte corrente dei paesi esportatori di petrolio nel 1978, che ha determinato una fisiologia delle bilance dei pagamenti a livello mondiale non dissimile da quella prevalente prima del rincaro del petrolio del 1973; in secondo luogo, gli ampi squilibri nei pagamenti registrati nel 1978 nell'ambito dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, insieme al movimento progressivo verso una posizione più equilibrata entro tale gruppo nel corso dell'anno e nella prima parte del 1979, particolarmente per quanto concerne il Giappone e gli Stati Uniti, processo oscurato tuttavia per un certo periodo dagli effetti dei movimenti dei cambi sulle ragioni di scambio. Più recentemente un nuovo elemento destabilizzante si è inserito in tale contesto, in seguito ai nuovi rincari del petrolio e di altri prodotti primari. Ciò determinerà nuovamente una dilatazione dell'eccedenza dei paesi petroliferi e potrà rendere più arduo l'ulteriore progresso verso una situazione di maggiore equilibrio fra i principali paesi industriali.

Il Capitolo VI illustra l'andamento dei mercati finanziari internazionali che, per quanto riguarda il settore del credito bancario, l'anno scorso è stato caratterizzato dalla compresenza di una rapidissima crescita e di condizioni di mercato estremamente distese. Esso si propone di analizzare le forze che stanno all'origine di tale situazione, quali gli spostamenti nella struttura degli squilibri dei pagamenti internazionali, e gli effetti di creazione di liquidità dell'enorme disavanzo nella bilancia delle transazioni ufficiali degli Stati Uniti. Particolare attenzione è dedicata al ruolo avuto dalle banche nelle perturbazioni valutarie e, per converso, all'influenza sui singoli settori del mercato delle incertezze circa i tassi di cambio.

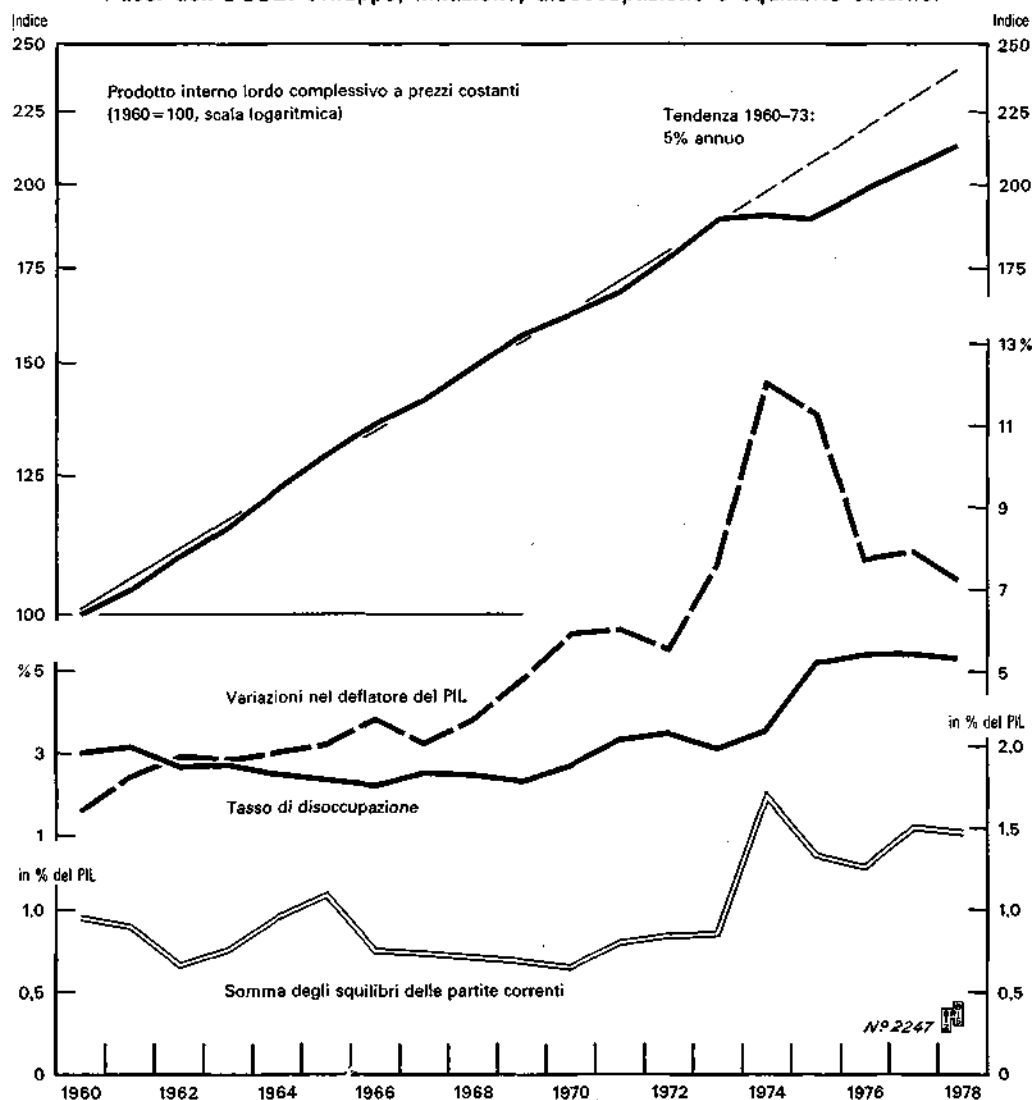
Nel Capitolo VII, che tratta gli aspetti essenziali dell'evoluzione del sistema monetario internazionale durante il periodo in esame, l'attenzione è accentrata su due temi: in primo luogo, la grave crisi valutaria dello scorso anno, incentrata sulla debolezza del dollaro, e i connessi mutamenti di politica da parte delle autorità, nel senso di attribuire maggiore peso alla stabilità dei cambi, mutamenti evidenziati soprattutto dai provvedimenti annunciati il novembre scorso negli Stati Uniti, ma anche dall'azione delle autorità svizzere e dalla creazione del Sistema monetario europeo; in secondo luogo, il perdurare nel 1978 della rapida crescita della liquidità internazionale, in gran parte connessa alla crisi del dollaro, e i problemi di politica economica che questa evoluzione può originare.

Le Conclusioni della Relazione forniscono una sintesi delle principali raccomandazioni di politica economica.

## II. LA PRODUZIONE E LA DOMANDA NEI PAESI INDUSTRIALIZZATI DELL' OCCIDENTE.

Se si considera l'anno 1978 nel suo insieme, ad un primo approccio esso pare aver apportato cambiamenti decisamente modesti alla situazione economica globale. Come indica il grafico seguente, i paesi dell'OCSE hanno complessivamente segnato un tasso di crescita della produzione quasi identico a quello del 1977, ossia di circa il 3,5 %. Tuttavia, sebbene questo risulti inferiore al tasso di crescita del potenziale produttivo anteriore alla crisi petrolifera, il livello medio della disoccupazione non è praticamente mutato; né è rallentato ulteriormente in misura

Paesi dell'OCSE: sviluppo, inflazione, disoccupazione e squilibrio esterno.





apprezzabile il tasso medio di inflazione interna - misurato dai deflatori del PIL - come ci si sarebbe potuto aspettare in considerazione del persistente elevato livello della disoccupazione e della tendenza calante dei prezzi delle materie prime almeno durante la prima metà dell'anno. Anche la somma degli squilibri delle partite correnti dei paesi dell'OCSE si è mantenuta a livelli sensibilmente superiori a quelli del periodo antecedente il 1973, benché l'eccedenza dei principali paesi esportatori di petrolio sia scesa a meno di \$10 miliardi rispetto al totale di circa \$65 miliardi del 1974.

Tuttavia, se si considerano sia gli andamenti nel corso dell'anno, sia le difformità fra i vari paesi, si palesano cambiamenti significativi. Negli Stati Uniti la congiuntura economica è rimasta infatti sorprendentemente sostenuta per tutto l'anno, e la crescita del PNL è scesa solamente al 4% circa, dopo aver toccato il 5% nell'anno precedente. Negli altri paesi la crescita ha mostrato un'accelerazione, guidata in Europa dapprima dal Regno Unito e quindi dalla Germania. In Giappone l'aumento del tasso di crescita della produzione è stato di poco conto; in termini di domanda interna esso è risultato tuttavia apprezzabile, essendo passato dal 4 al 7%. Questo confluire verso un'evoluzione più uniforme ha contribuito a muovere

**Maggiori paesi industriali:  
dinamica del prodotto nazionale lordo e delle sue componenti.**

Paesi	Anni (4° tri- mestre)	PNL a prezzi costanti	Domanda finale*	Consumi		Investimenti fissi lordi			Esporta- zioni	Importa- zioni
				privati	pubblici	privati				
						escluse abita- zioni	abita- zioni	pubblici		
variazioni percentuali annue basate sui dati del 4° trimestre										
Stati Uniti . . .	1975	2,4	3,4	5,1	1,9	- 9,9	6,6	7,6	- 1,2	- 7,1
	1976	4,6	4,1	5,7	0,8	8,6	23,6	-13,0	4,6	18,9
	1977	5,5	4,9	4,8	5,5	9,1	15,3	2,5	- 1,3	10,3
	1978	4,3	4,4	4,1	0,4	8,5	- 0,2	9,6	16,4	9,4
Giappone . . .	1975	3,4	3,5	4,4	5,8	- 4,2	7,9	0,1	- 0,9	- 8,6
	1976	5,0	4,2	4,1	2,2	2,9	- 3,0	- 3,4	21,7	14,7
	1977	5,7	6,3	3,7	5,1	1,5	5,8	22,3	5,5	- 3,3
	1978	5,8	5,6	6,5	5,2	11,9	8,0	21,8	- 2,5	20,6
Germania . . .	1975	1,6	2,1	4,1	5,1	7,2	- 2,7	- 2,5	- 1,0	6,4
	1976	4,1	2,6	3,0	0,0	5,5	8,3	- 3,9	11,0	13,1
	1977	2,8	3,5	3,2	2,3	4,8	1,7	1,4	3,1	1,6
	1978	3,7	3,2	3,5	2,8	10,3	3,4	6,7	5,4	10,0
Francia . . . .	1975	2,2	3,6	7,3	1,1		2,3		- 0,7	6,4
	1976	4,9	1,8	2,6	2,7		4,7		10,1	15,7
	1977	2,7	3,6	2,3	0,2		- 1,8		6,4	3,7
	1978	4,4	2,4	4,1	1,2		1,4		6,0	10,3
Regno Unito . .	1975	- 0,6	1,0	- 3,1	5,0	- 4,9	- 0,2	- 3,1	1,8	- 7,2
	1976	4,5	2,0	2,8	0,3	2,0	- 6,3	-13,4	9,3	6,0
	1977	2,3	2,1	- 0,6	0,0	7,4	10,6	-16,7	2,9	- 4,3
	1978	1,5	2,4	5,4	1,7	3,5	0,2	-12,6	3,9	8,0
Italia . . . . .	1975	0,6	.	2,3			-11,4		10,3	6,9
	1976	6,3	.	4,3			7,4		12,3	5,7
	1977	- 1,4	.	- 2,6			- 5,1		3,1	- 3,6
	1978	5,6	.	5,7			5,2		7,7	4,6
Canada . . . . .	1975	2,8	7,2	8,8	2,6	- 7,8	18,0	- 1,3	- 3,4	- 1,6
	1976	4,6	3,2	5,8	1,2	- 1,2	2,6	- 7,7	9,0	7,0
	1977	3,5	3,6	1,2	2,6	- 0,3	- 6,2	8,3	8,1	- 0,5
	1978	3,1	1,7	2,9	1,5	5,7	- 3,7	0,4	10,5	11,9

\* Variazione del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti meno investimenti netti in scorte.

**Altri paesi industriali:**  
dinamica del prodotto nazionale lordo e delle sue componenti.

Paesi	Anni	PNL a prezzi costanti	Doman- da finale¹	Consumi		Investimenti fissi lordi privati			Esporta- zioni	Importa- zioni
				privati	pubblici	escluse abita- zioni	abita- zioni	pubblici		
				variazioni percentuali annue						
Austria . . . .	1975	- 1,5	1,6	3,0	3,7	- 5,0²	- 4,5³	.⁴	- 3,7	- 5,8
	1976	6,2	1,6	4,6	3,7	9,7²	2,0³	.⁴	12,2	20,7
	1977	3,7	4,2	6,2	1,9	11,3²	2,5³	.⁴	6,1	9,5
	1978	1,4	2,1	- 1,5	2,1	- 7,0²	2,6³	.⁴	6,4	- 1,3
Belgio. . . . .	1975	- 2,0	1,0	0,3	5,2	- 0,5	- 4,1	.⁴	- 8,8	- 9,9
	1976	5,8	4,8	6,0	5,0	- 2,4	16,1	.⁴	8,4	9,2
	1977	1,2	1,3	2,1	3,4	- 1,3	0,6	.⁴	3,5	4,4
	1978	2,2	2,5	1,6	6,5	3,9	- 5,0	.⁴	3,5	3,1
Danimarca . .	1975	- 1,2	.	3,7	5,3	-12,4	-16,8	- 1,9	- 2,4	- 4,2
	1976	6,3	.	5,5	5,1	13,9	25,4	2,8	3,4	16,8
	1977	1,9	.	0,4	3,1	1,0	-10,0	- 1,5	4,6	- 1,2
	1978	1,0	.	- 0,8	3,8	1,0	- 2,0	3,5	3,8	1,7
Finlandia . . .	1975	0,9	1,0	3,7	6,4	12,1	- 3,6	5,5	-14,0	0,4
	1976	0,3	2,7	0,5	4,7	-10,7	-11,5	- 2,0	13,7	- 3,3
	1977	0,4	2,5	- 2,2	4,7	- 8,7	4,2	- 2,2	9,9	- 6,0
	1978	2,3	2,9	0,0	5,0	- 8,0	- 0,3	1,5	8,4	- 3,0
Norvegia . . .	1975	5,5	6,6	5,0	6,2	14,2	7,8	10,0	3,0	5,4
	1976	6,8	6,9	6,4	6,5	13,1	2,5	3,8	11,3	12,3
	1977	3,6	5,2	4,7	9,8	1,0	4,6	5,9	3,8	2,8
	1978	3,5	4,6	- 2,5	3,7	-21,3	0,3	9,1	8,8	-12,5
Paesi Bassi . .	1975	- 0,9	2,0	3,4	3,9	- 7,5	- 7,5	7,7	- 3,0	- 4,1
	1976	4,5	2,8	3,8	4,0	14,7	2,5	- 1,9	10,6	10,9
	1977	2,4	2,3	4,3	3,6	- 3,1	15,9	- 7,5	- 2,1	3,6
	1978	2,3	4,2	4,5	1,3	6,2	3,0	- 2,0	2,8	5,8
Spagna . . . . .	1975	0,7	1,4	1,8	6,0	- 2,9³	- 2,0³	.⁴	- 1,3	- 2,6
	1976	2,0	2,6	2,8	5,5	1,7²	- 3,9³	.⁴	9,4	5,7
	1977	2,6	2,4	0,2	4,5	- 2,2²	- 1,0³	.⁴	10,4	- 5,3
	1978	2,9	2,6	0,7	7,4	- 9,3³	- 2,4³	.⁴	13,4	- 5,8
Svezia . . . . .	1975	0,7	- 0,7	3,0	4,9	- 1,7	- 0,1	1,0	-11,5	- 1,6
	1976	1,2	2,1	4,1	4,2	1,4	- 8,8	- 0,3	4,7	7,4
	1977	- 2,5	0,9	- 0,6	2,3	- 4,9	- 2,5	- 0,2	0,6	- 3,3
	1978	2,5	2,9	- 1,1	3,2	-15,9	18,6	5,4	7,0	- 6,0
Svizzera . . . .	1975	- 7,7	- 3,2	- 2,9	0,7	-17,7²	-11,1³	.⁴	- 6,8	-14,3
	1976	- 1,2	- 1,2	0,5	4,0	-14,6³	- 8,6³	.⁴	10,1	11,2
	1977	2,7	3,0	2,8	- 0,1	4,1²	0,2²	.⁴	9,4	8,5
	1978	1,2	1,1	1,8	2,2	6,0²	1,0²	.⁴	5,4	9,6

<sup>1</sup> Variazione del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti meno investimenti netti in scorte. <sup>2</sup> Macchinari ed attrezzature. <sup>3</sup> Totale costruzioni. <sup>4</sup> Inclusi negli investimenti privati.

i saldi reali netti dell'interscambio con l'estero verso un maggiore equilibrio. Ciò non è avvenuto tuttavia in maniera abbastanza tempestiva o in misura sufficiente ad impedire l'insorgenza di gravi instabilità valutarie (alle quali hanno ovviamente concorso anche altri fattori) nella seconda parte dell'anno, risoltesi in un notevole deprezzamento del dollaro.

#### L'andamento della domanda globale.

In termini generali, nel 1978 i paesi industriali hanno ricevuto nel complesso dalla componente estera soltanto un modesto impulso netto, quasi interamente sotto forma di un miglioramento delle ragioni di scambio. Tale miglioramento ha

esercitato un influsso positivo sui costi e sui redditi reali, benché verso la fine dell'anno tale effetto apparisse pregiudicato dal rinnovato corso ascendente dei prezzi delle materie prime. Inoltre, i paesi con monete fortemente deprezzate (in particolare Stati Uniti e Canada) hanno visto annullarsi il vantaggio potenziale, mentre nei paesi con monete in apprezzamento sono risultati amplificati i benefici in termini di ragioni di scambio.

Sul piano interno, e sempre in termini assai generali, ciò che ha maggiormente influenzato i movimenti a breve termine della domanda globale è stata la variazione nel saldo fra risparmio e investimento del settore privato e del settore pubblico. Nel 1978 il saldo finanziario del settore pubblico — che costituisce fondamentalmente un metro di valutazione della politica fiscale — ha senz'altro fornito mediamente, ad eccezione degli Stati Uniti, un certo stimolo alla domanda e altrettanto dovrebbe accadere nell'anno in corso. I due casi più notori sono stati ovviamente il Giappone e la Germania, benché di fatto molti altri paesi in Europa si siano orientati verso politiche fiscali alquanto più espansive dopo due anni caratterizzati da un atteggiamento abbastanza restrittivo. Peraltro nel settore privato pare che globalmente non vi sia stato alcun cambiamento sensibile nella propensione netta alla spesa. La propensione al risparmio nel settore delle famiglie non ha presentato variazioni di rilievo; nel complesso essa ha comunque segnato un lieve aumento, con conseguenti effetti contrattivi. Nel settore delle imprese, la spesa per investimenti è stata discretamente sostenuta, particolarmente in Germania, in Giappone, nei Paesi Bassi e negli Stati Uniti. D'altro canto, parte del miglioramento nelle ragioni di scambio di cui si è detto nel precedente paragrafo, così come parte del rallentamento della dinamica salariale (ad esempio in Germania, Giappone e Italia) hanno probabilmente alimentato i profitti anziché trasformarsi integralmente in una decelerazione dell'inflazione. Ciò può aver fornito in certa qual misura l'incentivo da lungo tempo atteso ad effettuare maggiori investimenti. Nel Regno Unito, dove lo scorso anno i costi salariali sono aumentati più velocemente, il rapporto prezzi-costi si è mosso nella direzione opposta.

*La spesa per consumi.* Nel 1978 la spesa per consumi in termini reali nei paesi industriali è presumibilmente salita in media di circa il 3,5 %, ossia pressoché come nel 1977. Solo i paesi maggiori presentano cifre leggermente superiori. Le tabelle a pagina 14 evidenziano a grandi linee i fattori che hanno maggiormente influenzato l'andamento della spesa reale nei sette maggiori paesi industriali durante gli ultimi due anni. Nel 1978 in quattro dei paesi considerati (specialmente in Italia e Canada) la crescita delle retribuzioni per dipendente ha subito un certo rallentamento; tale crescita è rimasta costante negli Stati Uniti e in Francia, mentre vi è stata una certa accelerazione nel Regno Unito. In tutti i paesi si è avuto tuttavia un ulteriore incremento nel numero degli occupati, in particolare nel Nord America, cosicché si è mantenuto relativamente forte l'aumento del reddito nominale al lordo delle imposte. In effetti, a causa del forte incremento del numero degli occupati, il tasso di crescita del reddito nominale è leggermente aumentato negli Stati Uniti e nel Regno Unito. L'incidenza sulla capacità di spesa reale di tali variazioni del reddito è in funzione dell'andamento dei prezzi e delle variazioni nell'imposizione tributaria netta. Nella maggior parte dei paesi nel 1978 i prezzi al consumo sono aumentati un po' meno velocemente, in parte di riflesso ad un andamento più favorevole nei prezzi all'importazione (colonna 4). Si tratta qui dell'effetto derivante dal movimento

## Retribuzioni e prezzi.

Paesi	Retribuzioni medie (1)		Occupati (esclusi militari) (2)		(1) × (2) (3)		Prezzi all'importazione (4)		Prezzi al consumo (5)	
	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978
	variazioni percentuali annue									
Stati Uniti . . .	8,6	8,6	3,5	4,2	12,4	13,2	8,2	8,7	6,5	7,7
Giappone . . .	9,5	6,9	1,3	1,2	10,9	8,2	- 2,9	-17,9	8,1	3,8
Germania . . .	7,5	5,1	- 0,2	0,2	7,3	5,3	1,4	- 4,0	3,9	2,6
Francia . . . .	12,7	13,1	0,8	0,6	13,6	13,8	11,7	0,9	9,5	9,3
Regno Unito . .	10,3	14,5	0,4	0,1	10,7	14,6	16,3	4,3	15,9	8,3
Canada . . . .	10,8	7,2	1,9	3,3	12,9	10,7	11,7	12,6	8,0	9,0
Italia . . . . .	27,9	16,2	1,0	0,4	29,2	16,7	16,0	5,2	18,1	12,5

delle ragioni di scambio di cui già si è detto. In alcuni paesi, in particolare Giappone, Germania e Svizzera, tale effetto è risultato amplificato dall'apprezzamento delle rispettive monete, mentre nel caso degli Stati Uniti e del Canada il deprezzamento delle monete ha agito in direzione opposta. Infatti lo scorso anno in Canada i prezzi all'importazione sono saliti più rapidamente e in entrambi i paesi nord-americani l'aumento dei prezzi al consumo è stato superiore a quello del 1977. Pertanto, le variazioni nel reddito reale al lordo delle imposte (vedasi tabella a pagina 12), che nel complesso sono state assai ampie, provengono da cause diverse a seconda dei paesi. Negli Stati Uniti l'aumento è stato quasi uguale a quello del 1977 poiché, pur non essendovi stato alcun effetto favorevole in termini di ragioni di scambio, si è avuta una notevole crescita del reddito nominale, soprattutto a causa dell'aumentata occupazione. In Canada una flessione alquanto pronunciata negli incrementi salariali, unitamente ad un più rapido rincaro dei prezzi all'importazione, ha ridotto la crescita del reddito reale al lordo delle imposte. In Giappone e nel Regno Unito

## Reddito disponibile e spesa per consumi.

Paesi	Variazione del reddito reale al lordo delle imposte (1)		Effetto della variazione nell'imposizione diretta netta* (2)		Variazione del reddito reale disponibile delle Famiglie (3)		Effetto della variazione nella propensione al risparmio (4)		Variazione nella spesa per consumi (5)	
	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978
	variazioni percentuali annue									
Stati Uniti . . .	5,5	5,1	- 1,1	- 0,9	4,2	4,3	0,6	- 0,2	4,7	4,0
Giappone . . .	2,6	4,2	0	- 0,3	2,6	3,5	1,2	0,8	4,2	4,9
Germania . . .	3,3	2,6	- 0,3	0,6	1,8	3,8	1,0	0,0	3,1	3,8
Francia . . . .	3,7	4,1	- 0,1	1,2	3,8	4,9	- 0,9	- 0,9	2,4	4,0
Regno Unito . .	- 4,5	5,8	0,6	1,5	- 1,8	6,4	0,8	- 0,7	- 0,9	5,5
Canada . . . .	4,5	1,6	1,0	1,5	2,7	2,8	0,1	- 0,2	2,8	3,1
Italia . . . . .	9,4	3,7	- 1,2	0,3	1,7	4,0	- 2,1	- 0,9	1,5	2,6

\* In percentuale del reddito disponibile.

Nota: le colonne non comprendono tutti i fattori che influiscono sulle variazioni della spesa per consumi: sono omesse in particolare le variazioni nei redditi netti da capitale e da lavoro autonomo.

vi è stata invece una marcata accelerazione, dovuta nel primo caso soprattutto a variazioni favorevoli nelle ragioni di scambio e, nel secondo, al sommarsi di tali variazioni con un'accelerazione degli aumenti retributivi e con la stabilità del tasso di cambio. In Germania il beneficio derivante ai consumatori dal miglioramento delle ragioni di scambio si è accompagnato ad un minore tasso di crescita dei salari, mentre in Italia ha inciso in modo marcato sulla progressione del reddito reale il notevole successo conseguito nel rallentare gli incrementi nominali delle retribuzioni.

Con l'eccezione degli Stati Uniti, e in minor misura del Giappone, nel 1978 le variazioni intervenute nelle prestazioni sociali e nelle imposte dirette hanno generalmente dato un contributo di segno positivo alla crescita reale del reddito disponibile. Occorre naturalmente tener presente che ciò costituisce soltanto un elemento della politica fiscale, della quale si tratterà in modo più particolareggiato in seguito. Sono state omesse altre componenti della spesa pubblica, così come le variazioni nell'imposizione indiretta e in altre voci di entrata. Nondimeno, è attraverso la variazione del carico tributario diretto (colonna 2) che la politica fiscale agisce in modo più incisivo sulle unità di consumo. E' interessante notare che in Giappone l'impulso proveniente da tale fattore è stato scarso o nullo, mentre ha svolto un ruolo propulsivo l'aumento della spesa pubblica. Negli Stati Uniti l'effetto dell'imposizione fiscale diretta è stato nuovamente di segno negativo, come nell'anno precedente. Nel 1978 tuttavia l'apparente indirizzo più restrittivo della politica fiscale nei confronti del settore delle famiglie è stato indubbiamente in gran parte automatico, poiché l'aumentata occupazione e l'incremento delle retribuzioni hanno accresciuto il gettito fiscale, mentre la forte contrazione della disoccupazione ha ridotto le erogazioni per prestazioni sociali. Vi è stato tuttavia anche un aumento dei contributi sociali deciso dall'Amministrazione. Negli altri paesi il fattore fiscale ha moderatamente contribuito alla crescita reale del reddito personale disponibile, benché in media la variazione non sia stata di notevole entità rispetto all'anno precedente.

Infine, nel 1978 le variazioni nella propensione al risparmio hanno avuto nel complesso un effetto contrattivo, se paragonate ad un certo impatto positivo nel 1977. Negli Stati Uniti la propensione al risparmio era ridiscesa già nel 1976 ad un livello relativamente basso rispetto al massimo del periodo successivo alla crisi petrolifera. Gli Stati Uniti paiono essere l'unico paese in cui, in risposta all'inflazione, i consumatori si sono orientati verso un atteggiamento del tipo "compra adesso anziché dopo", e il credito al consumo ha raggiunto proporzioni inusitate. E' tuttavia anche vero che in tale paese la bassa propensione al risparmio è stata favorita da fattori demografici: si è avuta infatti una notevole proporzione di coppie appartenenti al gruppo di età in cui è di regola relativamente alto il ricorso al credito, ad esempio per l'acquisto e l'arredamento dell'abitazione. Questo fenomeno è conseguenza della forte natalità del primo periodo post-bellico. Anche in Germania la propensione al risparmio è ritornata a livelli più normali, benché in questo paese il regresso dell'inflazione possa aver svolto un ruolo importante, in quanto il valore reale delle attività finanziarie accumulate nel passato non subisce una rapida erosione. In entrambi i paesi è difficile prevedere un ulteriore stimolo alla spesa in consumi proveniente da tale fattore, anche se negli Stati Uniti il fenomeno demografico a cui si è fatto cenno è destinato ad intensificarsi ancora per un certo tempo. Negli altri paesi resta da vedere se la minaccia di un riacutizzarsi dell'inflazione incoraggerà la spesa o indurrà per contro un certo grado di cautela nell'atteggiamento delle Famiglie.

Quota di risparmio sul reddito disponibile delle Famiglie.\*

Paesi	1974	1975	1976	1977	1978
	In percentuale				
Stati Uniti . . . . .	7,3	7,7	5,7	5,1	5,3
Canada . . . . .	9,9	10,9	10,8	10,7	10,9
Giappone . . . . .	23,7	22,5	22,4	21,2	20,4
Francia . . . . .	17,4	18,6	16,4	17,3	18,2
Germania . . . . .	16,1	16,4	14,7	13,7	13,7
Italia . . . . .	21,3	25,4	23,7	25,8	26,7
Regno Unito . . . . .	14,3	15,0	14,5	13,7	14,4

\* Dati derivati da fonti nazionali e stime BRI.

*Gli investimenti privati.* Nel 1978 gli investimenti fissi non residenziali del settore privato hanno segnato nel complesso dei paesi industriali solo un ulteriore moderato aumento poiché nella maggior parte di tali paesi hanno continuato a sussistere bassi saggi di profitto, rispetto ai parametri storici, nonché margini relativamente ampi di capacità produttiva inutilizzata. Vi sono stati tuttavia aumenti sensibili negli Stati Uniti, in Germania e in Giappone.

I movimenti dei tassi di cambio durante il 1978 hanno fatto sorgere, nei paesi con moneta in apprezzamento, seri timori circa la redditività. Al culmine delle turbolenze valutarie è parso che la convenienza economica delle esportazioni potesse essere seriamente compromessa. Ciò potrebbe aver condotto ad una revisione dei programmi di spesa in investimenti e quindi ad una parziale vanificazione della politica fiscale intrapresa dopo il vertice di Bonn per stimolare la domanda interna. Questi timori sono stati particolarmente acuti in Svizzera e in Giappone.

In termini generali, un apprezzamento della moneta superiore al differenziale dell'inflazione fra il paese in questione e il resto del mondo tenderà a comprimere i margini di profitto delle industrie esportatrici e delle industrie in concorrenza con prodotti di importazione. Ciò verrà controbilanciato in certa qual misura da una riduzione nei prezzi dei materiali e dei beni intermedi importati e, per i beni non oggetto di scambi internazionali, la diminuzione dei costi all'importazione accrescerà i margini di profitto nella misura in cui essa non verrà trasferita sui prezzi finali. (Come già notato in precedenza, nel 1978 in alcuni paesi i compratori finali paiono in effetti aver beneficiato entro certi limiti sia dell'apprezzamento della propria moneta, sia di prezzi relativamente favorevoli delle materie prime). Pertanto non è chiaro a priori che impatto avrà una variazione del tasso di cambio reale sui margini di profitto a livello dell'intera economia. Purtroppo i dati in materia sono inadeguati. Tuttavia, a giudicare dai movimenti dei costi e dei prezzi nell'industria manifatturiera, si direbbe che i margini di profitto non siano stati influenzati sensibilmente nei paesi con moneta in apprezzamento, mentre sono saliti in Canada e negli Stati Uniti, ossia nei due principali paesi la cui moneta è andata deprezzandosi. Nel Giappone è stato conseguito un notevole successo nel contenimento del costo del lavoro per unità di prodotto; lo scorso anno questo risultava cresciuto di solo l'1% rispetto al 1975. In Germania i margini di profitto sono probabilmente saliti, mentre in Svizzera si può ritenere che essi abbiano subito una certa flessione.

Con ciò non si vuole sostenere che i movimenti del tasso di cambio non abbiano influito sugli investimenti. Poiché in nessuno dei paesi con moneta in apprezzamento i costi interni sono scesi nella stessa misura dell'apprezzamento medesimo, data la scarsa variazione del margine di profitto, è risultata seriamente colpita la competitività in termini di prezzi relativi, e ciò equivale semplicemente a dire che sono cambiati i tassi di cambio "reali". Ci si può ovviamente aspettare che la perdita di concorrenzialità in termini di prezzi relativi influenzi le esportazioni e le vendite interne di prodotti soggetti a concorrenza straniera, ed infatti alla fine del 1978 in Giappone gli ordini dall'estero erano già scesi di quasi il 25 %. Pare perciò che se la spesa per investimenti dovrà essere influenzata dagli apprezzamenti di cambio dello scorso anno, ciò avverrà per via delle contrazioni effettive o previste nelle vendite. Ciò significa che il fattore prevalente non sarà tanto il margine di profitto quanto piuttosto un grado di utilizzo della capacità produttiva inferiore al livello ottimale. In altre parole, il necessario aggiustamento in termini reali della posizione sull'estero nei paesi eccedentari sarà accompagnato da minori spinte dal lato della domanda, salvo che la domanda interna svolga un ruolo di compensazione abbastanza forte da mantenere o addirittura aumentare il grado di utilizzo della capacità, facendo sì che il volume dei profitti ed il profitto per unità di prodotto siano sufficienti a giustificare ulteriori aumenti nella spesa in conto capitale. E' in questo contesto, tra l'altro, che è importante l'effetto netto di domanda proveniente dal settore pubblico.

#### **La politica fiscale.**

Se si escludono gli Stati Uniti, nel complesso lo scorso anno vi è stato presumibilmente un certo spostamento verso una politica fiscale propulsiva, dopo l'orientamento restrittivo del 1977. La tabella che segue indica come nella maggior parte dei paesi europei e in Giappone il disavanzo della pubblica amministrazione (con l'esclusione quindi delle imprese pubbliche) è aumentato più che proporzionalmente rispetto al prodotto nazionale lordo. Negli Stati Uniti, per contro, la variazione si è ulteriormente ridotta. Come è noto, non è tuttavia possibile dedurre cambiamenti nell'impulso fornito dalla politica fiscale soltanto in base all'evoluzione del saldo del bilancio. Quest'ultimo non solo agisce sull'economia, ma è a sua volta influenzato dalla situazione economica. E' infatti possibile che un allargamento del disavanzo rifletta semplicemente un andamento stagnante nei settori privato ed estero; analogamente un restringimento del disavanzo può semplicemente riflettere una fase di forza autonoma degli altri settori. Ciò premesso, la tabella fornisce altresì le variazioni del principale indicatore della pressione della domanda, ossia (con l'eccezione del Giappone) del tasso di disoccupazione. Nella misura in cui i due dati relativi ad un paese si muovono in direzione opposta (disoccupazione calante e restringimento del disavanzo o viceversa) non è possibile dedurre, sulla base di questi soli dati, se la politica fiscale eserciti un effetto indipendente (ovvero discrezionale) sull'economia oppure se essa rifletta semplicemente sviluppi autonomi all'interno di questa.

Per poter misurare con maggiore approssimazione lo stimolo fiscale sarebbe necessario disporre per ciascun paese di un modello econometrico abbastanza particolareggiato da permettere il calcolo del saldo di bilancio su una base costante di pressione della domanda. Ciò è stato fatto ad esempio per gli Stati Uniti nel bilancio di "alto impiego", il quale pare indicare che, benché la maggior parte della flessione

Saldo finanziario<sup>1</sup> della pubblica amministrazione e disoccupazione.

Paesi	Voci	Variazioni annuali					Medie annue	
		1974	1975	1976	1977	1978	1974	1978
		in percentuale						
Stati Uniti . . .	Disoccupazione	0,7	2,9	-0,8	-0,7	-1,0	5,6	6,0
	Saldo finanziario	-0,7	-4,0	2,2	1,0	0,9	-0,2	-0,1
Giappone . . .	Disoccupazione <sup>2</sup>	0,6	0,5	0,0	0,1	0,0	1,2	0,5
	Saldo finanziario	-1,0	1,1	-1,0	-1,1	-1,3	-3,8	-6,1
Germania . . . .	Disoccupazione	1,3	2,1	0,0	-0,1	-0,2	2,6	4,4
	Saldo finanziario	-2,5	-4,4	2,1	1,0	-0,1	-1,3	-2,7
Francia . . . . .	Disoccupazione	0,2	1,6	0,4	0,6	0,4	2,3	5,3
	Saldo finanziario	-0,3	-2,8	1,8	-0,9	-0,8	0,6	-2,1
Regno Unito . .	Disoccupazione	-0,2	1,4	1,5	0,4	0,0	2,4	5,7
	Saldo finanziario	-1,4	-0,8	-0,2	1,6	-1,0	-2,6	-4,0
Italia . . . . .	Disoccupazione	-0,6	0,4	0,3	0,8	0,4	4,9	7,0
	Saldo finanziario	0,5	-5,8	2,6	1,0	-2,5	-5,9	-10,6
Canada . . . . .	Disoccupazione	-0,2	1,6	0,2	0,9	0,3	5,4	8,4
	Saldo finanziario	0,9	-4,3	0,6	-0,8	-0,9	1,9	-3,5
Belgio . . . . .	Disoccupazione	0,4	2,7	1,8	1,4	0,6	4,0	10,5
	Saldo finanziario	-1,5	-1,8	-0,8	-0,4	-0,2	-4,0	-7,2
Paesi Bassi . . .	Disoccupazione	0,9	1,6	0,3	-0,2	-0,1	3,6	5,2
	Saldo finanziario	-1,2	-3,1	0,4	0,7	-0,2	-0,1	-2,3
Svezia . . . . .	Disoccupazione	-0,5	-0,4	0,0	0,2	0,4	2,0	2,2
	Saldo finanziario	-2,3	0,7	0,9	-3,4	-1,7	1,9	-1,6
Danimarca . . .	Disoccupazione	1,4	2,6	0,1	1,1	0,8	2,0	6,6
	Saldo finanziario	-1,4	-6,8	1,9	0,0	0,2	4,5	-0,2
Norvegia . . . .	Disoccupazione	-0,2	0,5	0,0	-0,2	0,2	0,6	1,1
	Saldo finanziario	-1,1	-1,9	-1,9	-1,8	-0,4	4,7	-1,3

<sup>1</sup> Il saldo finanziario rappresenta la differenza, secondo i criteri della contabilità nazionale, fra il risparmio della pubblica amministrazione (escluse le imprese pubbliche) e la spesa in conto capitale della stessa, ossia il suo indebitamento (—) o accreditamento verso gli altri settori. I dati sono espressi in percentuale del PNL. <sup>2</sup> Per il Giappone l'indicatore della pressione della domanda è dato dal rapporto fra la domanda e l'offerta di lavoro, con i segni delle variazioni invertiti.

nel disavanzo realizzata dal 1975 in poi si configurò come una risposta automatica alla ripresa economica, nel 1976, e nuovamente lo scorso anno, vi è stato anche un notevole orientamento restrittivo di natura discrezionale nella politica fiscale.

Negli altri paesi le cifre del 1978 indicano in molti casi andamenti contrastanti nella pressione della domanda e nella posizione del bilancio, rendendo problematico un giudizio univoco sull'orientamento della politica fiscale. Tuttavia, in Germania, sebbene la pressione della domanda sia aumentata moderatamente nell'insieme dell'anno, il disavanzo di bilancio si è leggermente allargato, a indicazione di una politica espansiva. Anche in Giappone il disavanzo si è ulteriormente ampliato di un ammontare relativamente grande seppure non vi siano stati sensibili cambiamenti nella pressione della domanda. In entrambi i casi la variazione nell'orientamento di politica fiscale nel corso dell'anno è stata maggiore di quanto possano suggerire le cifre annue, poiché in seguito al vertice di Bonn di metà anno sono intervenuti cambiamenti di politica nel secondo semestre. Inoltre, come si evidenzia nella tabella a pagina 12, gran parte dell'impulso è provenuto in tali paesi dalla spesa pubblica per beni di investimento. E' quindi pressoché certo che in questi due paesi la gestione della domanda attraverso la politica fiscale si è risolta nel 1978 in un moderato stimolo. Altrettanto pare essere avvenuto nel Regno Unito, in Svezia e in Italia.



## La pressione relativa della domanda interna e l'aggiustamento dello squilibrio esterno.

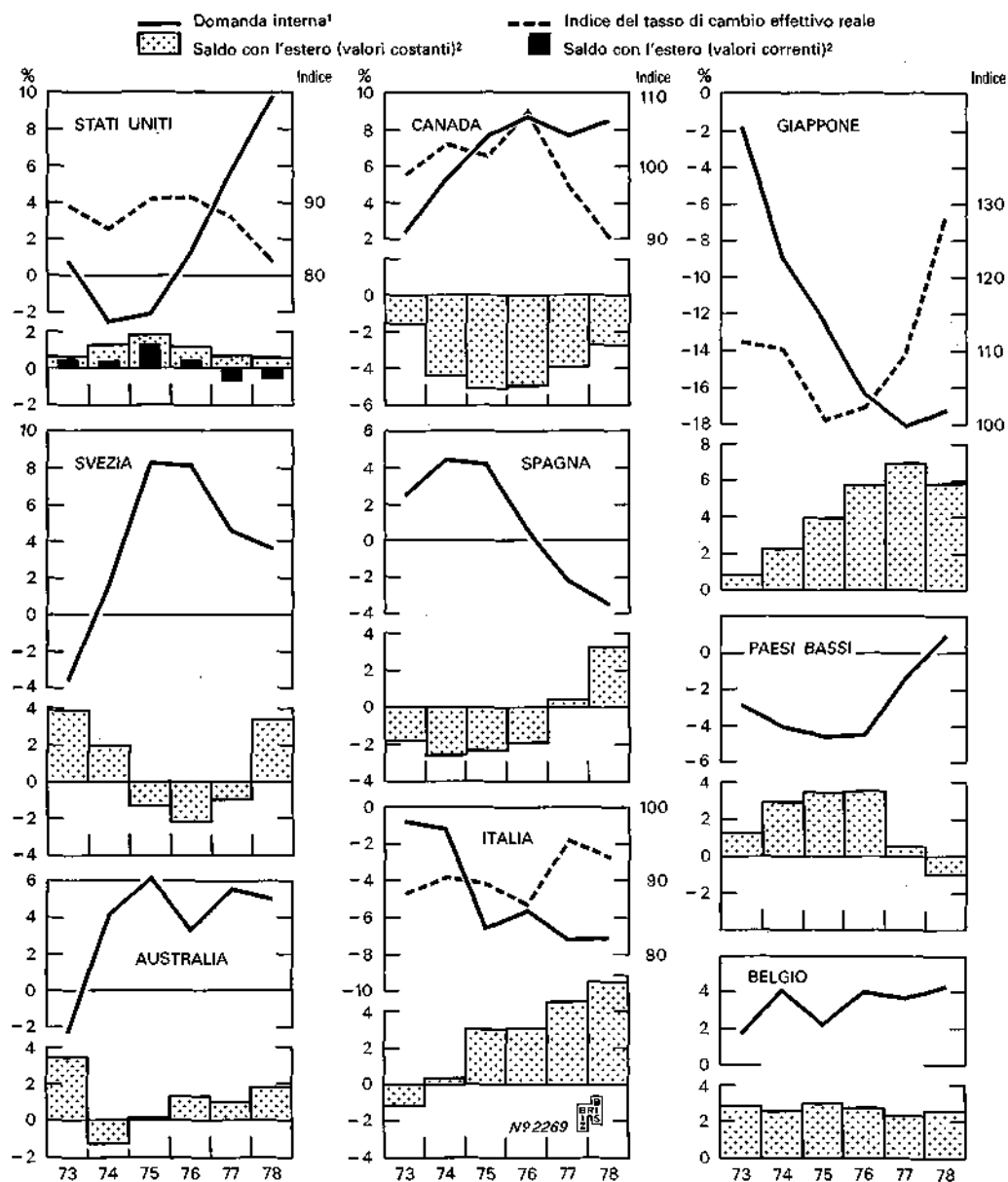
Una delle caratteristiche salienti della scena economica mondiale dal 1975 è stata la crescente ampiezza degli sfasamenti ciclici fra i paesi industriali. Da un lato gli Stati Uniti hanno presentato una forte e duratura ripresa della domanda e della produzione mentre altri paesi sono rimasti parecchio attardati. Fra questi i casi più significativi sono il Giappone, la Svizzera, l'Italia e, seppure in misura sensibilmente minore, la Germania. Come c'era forse da attendersi, tale difformità nell'evoluzione economica si è accompagnata ad un crescente squilibrio esterno fra gli stessi paesi industriali, anche se nel complesso lo sbilancio fra i paesi esportatori ed i paesi importatori di petrolio si è ridotto nel 1978 a proporzioni modeste.

A questo punto sorgono spontaneamente alcuni quesiti: in quale misura alla radice di questi sviluppi vi è stato un difforme andamento nella domanda interna, e che ruolo vi hanno avuto i tassi di cambio? Perché, in un regime di cambi fluttuanti, questi non si sono mossi in modo tale da indurre un maggiore equilibrio nei pagamenti correnti? Oppure, considerato che le variazioni dei tassi di cambio agiscono sulle esportazioni ed importazioni in termini reali con ritardo e che per un certo lasso di tempo i movimenti di capitali possono in alcuni casi svolgere un'azione destabilizzante, è forse troppo attendersi che gli effetti delle variazioni dei tassi di cambio compensino appieno gli influssi congiunturali di breve periodo sull'andamento delle partite correnti? E ancora: ciò accresce forse il rischio che ad un dato punto — come avvenne forse nell'autunno dello scorso anno — i cambi possano muoversi a "dismisura", ossia oltre il livello richiesto per ristabilire l'equilibrio (comunque definito) producendo addirittura effetti perversi di retroazione sull'andamento della domanda interna? Infine, nella misura in cui ci si è mossi verso un assetto economico mondiale nel quale, rispetto al passato, i paesi tendono a seguire politiche che possono condurre ad una maggiore dispersione media delle pressioni della domanda (nel quale i paesi "forti" antinflazionistici mantengono, rispetto alle precedenti esperienze, un più ampio margine di capacità inutilizzata lungo l'intero arco del ciclo economico) non diviene difficile, se non impossibile, pensare in termini di tassi di "equilibrio"? In altre parole che senso ha parlare di movimenti a "dismisura" se parte della divergenza nella pressione della domanda risulta essere di natura più immanente che ciclica?

Non è ovviamente possibile rispondere in modo preciso a tutte queste domande; nondimeno, i grafici che seguono possono offrire alcuni spunti. In termini generali essi forniscono una misura dei movimenti relativi reali della domanda interna nei principali paesi industrializzati, e li pongono a raffronto con il saldo dell'interscambio di merci e servizi a prezzi costanti. Inoltre, per i paesi che hanno avuto le variazioni maggiori, viene fornito un indice del tasso di cambio reale effettivo, ossia un'indicazione dei movimenti nei prezzi relativi corretti in base alle variazioni nel corrispondente tasso di cambio.

I valori dell'indicatore della domanda interna relativa sono stati ottenuti con il metodo seguente. E' stata dapprima determinata la linea esponenziale del *trend* della domanda a prezzi costanti per il periodo 1965-73, estrapolandola quindi al periodo 1974-78. Per ciascuno di questi ultimi anni e per ogni paese si sono quindi calcolati gli scarti percentuali rispetto al *trend* precedente, e la media aritmetica semplice di tali scarti per tutti i paesi in ciascuno degli anni considerati. Questa è stata

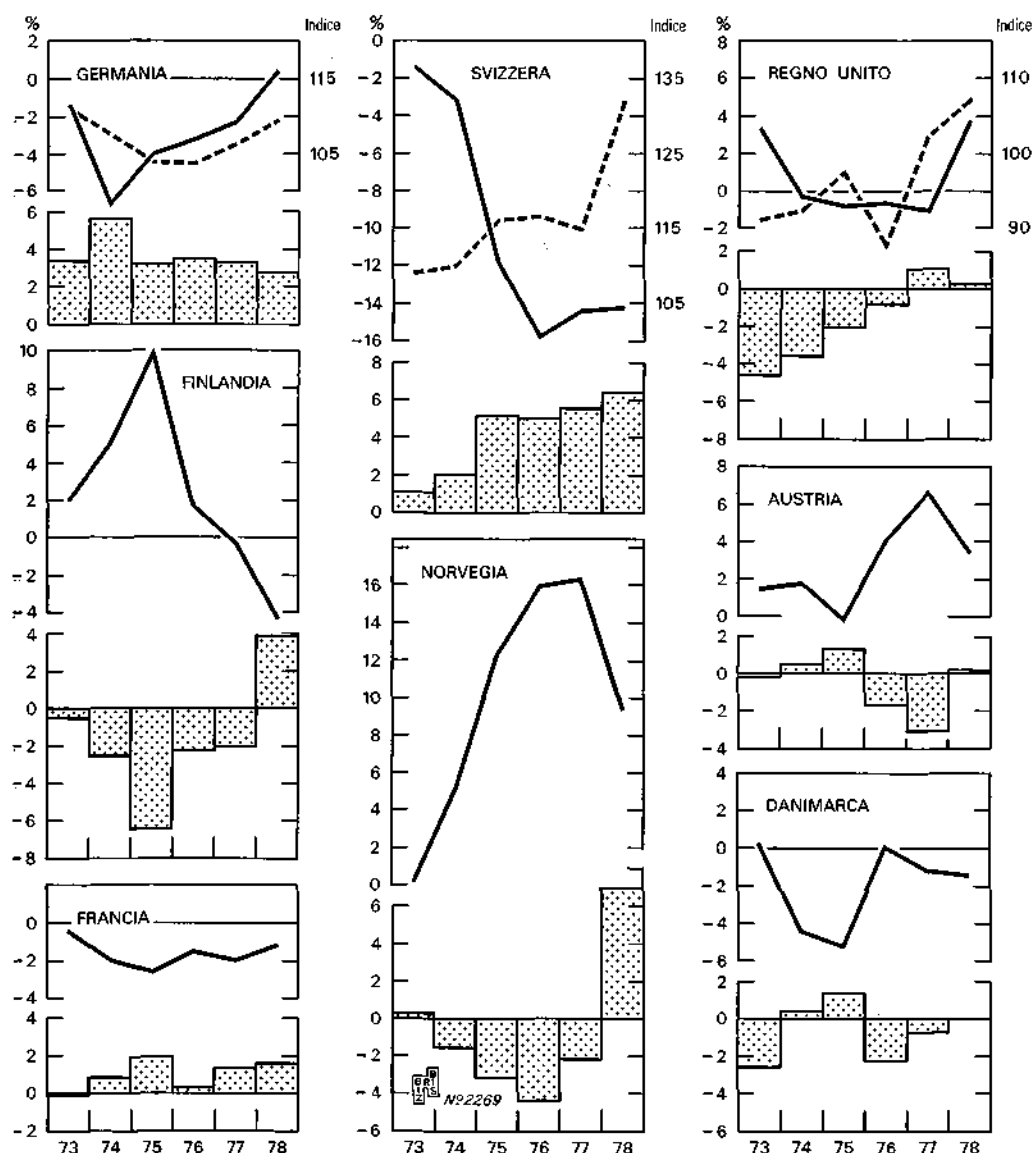
Pressioni relative della domanda e saldi dell'interscambio con l'estero.



posta uguale a zero e raffigurata nella parte superiore di ciascun riquadro, costruendo su di essa la linea della domanda per i singoli paesi sulla base degli scostamenti rispetto all'andamento medio.

I valori relativi all'interscambio riportati nei grafici rappresentano le esportazioni nette di beni e servizi a prezzi costanti espresse in percentuale del prodotto nazionale lordo reale. Essi costituiscono pertanto un'importante componente delle posizioni sull'estero di parte corrente che, oltre a rispecchiare gli effetti derivanti dall'andamento delle ragioni di scambio, comprendono altresì poste non commerciali

Pressioni relative della domanda e saldi dell'interscambio con l'estero (segue).



<sup>1</sup> Vedasi spiegazione a pagina 19.

<sup>2</sup> In percentuale del PNL.

quali i trasferimenti netti e i redditi netti da capitali. A scopo illustrativo il grafico degli Stati Uniti riporta anche il saldo globale delle partite correnti rapportato al prodotto nazionale lordo a prezzi correnti, esplicitando così lo spostamento verso una posizione di disavanzo corrente negli anni 1977 e 1978.

I grafici pongono in evidenza un notevole grado di correlazione inversa fra gli spostamenti delle pressioni relative della domanda e le variazioni reali nelle esportazioni nette. Notevole in quanto si può presumere che molti altri fattori abbiano ad influire sulla posizione esterna, come ad esempio variazioni del tasso di cambio e

dei prezzi relativi, spostamenti di lungo periodo nella concorrenzialità non in termini di prezzi ed effetti legati alla composizione merceologica degli scambi. Questi fattori restano ovviamente esclusi dal calcolo allorché le pressioni relative della domanda sono misurate facendo ricorso a metodi semplici come quello impiegato nel nostro caso. Si possono tuttavia notare alcune influenze. Ad esempio, il saldo esterno in termini reali del Canada è migliorato negli ultimi due o tre anni nonostante le modeste variazioni nella domanda interna relativa. Ciò riflette presumibilmente il fatto che tale paese ha particolarmente beneficiato della ripresa economica degli Stati Uniti, verso i quali si dirige gran parte delle sue esportazioni, benché al miglioramento abbia senza dubbio contribuito anche il deprezzamento del dollaro canadese. Analogamente, l'accelerarsi della ripresa economica tedesca dello scorso anno pare aver particolarmente favorito alcuni fra i principali *partners* commerciali europei della Germania, quali Italia, Francia e Belgio.

Anche nel caso della Norvegia e del Regno Unito si dovrebbe tener presente che la posizione esterna ha beneficiato in misura crescente, negli anni presi in considerazione, dei proventi del petrolio del Mare del Nord, ossia di un fattore che ha poco a che vedere con le pressioni della domanda o con i prezzi relativi.

Per quanto concerne le variazioni nella competitività in termini di prezzi — ossia nei tassi di cambio effettivi reali — i grafici mostrano che vi sono state poche variazioni importanti anteriormente al 1978; non deve pertanto sorprendere se nella maggior parte del periodo considerato le pressioni relative della domanda sono state preponderanti rispetto alle posizioni esterne. Le variazioni dei prezzi relativi agiscono tuttavia sulle esportazioni ed importazioni in termini reali soltanto con un certo ritardo, spesso notevole. Gli Stati Uniti hanno subito, come è noto, un sensibile deprezzamento della propria moneta nei due anni antecedenti il 1973, che segna l'inizio del periodo considerato; pertanto parte del miglioramento in termini reali della posizione sull'estero nel 1974 e 1975 va indubbiamente ricollegato agli effetti ritardati di tale deprezzamento, ed alla recessione economica più acuta che nella media. Nel 1974 e 1975 anche il Giappone ha conseguito un miglioramento nella competitività in termini di prezzi relativi che ha esaltato gli effetti del movimento nelle pressioni relative della domanda. La spiegazione sta almeno in parte nel fatto che lo *shock* in termini di ragioni di scambio legato al rincaro del petrolio è stato particolarmente forte nel caso del Giappone. Lo scorso anno la posizione esterna giapponese in termini reali è stata anche influenzata da provvedimenti di natura amministrativa, in particolare dal programma di "importazioni d'emergenza" divenuto operativo verso la fine dell'anno. Anche nel caso del Regno Unito, l'ulteriore peggioramento della competitività in termini di prezzi relativi avutosi lo scorso anno appare anomalo, alla luce sia del *boom* dei consumi che ha bruscamente gonfiato la domanda sia del peggioramento (ad esso indubbiamente collegato) del saldo netto delle esportazioni in termini reali. L'ulteriore incremento della produzione petrolifera del Mare del Nord rappresenta una spiegazione quanto meno parziale di questa apparente anomalia; d'altro canto l'apprezzamento della sterlina, se ha contribuito a ridurre l'inflazione, non ha però potuto impedire l'insorgere di difficoltà sul mercato del lavoro durante l'inverno, che hanno agito in senso opposto.

Sulla base delle indicazioni fornite dai grafici non pare perciò azzardato affermare che, sebbene altri fattori possano teoricamente agire sull'interscambio in termini reali, in ultima analisi il fattore dominante negli ultimi sei anni è rappresentato dalle

variazioni nelle pressioni relative della domanda rispetto agli andamenti tendenziali del periodo precedente. E questo nonostante il passaggio ad un regime di tassi di cambio fluttuanti.

E' altrettanto evidente che, quale che sia l'incidenza relativa della domanda netta dei settori pubblico e privato, il risultato finale, almeno per quanto riguarda la domanda globale, è derivato in larga misura dai differenti approcci delle autorità nazionali ai problemi dell'inflazione e della disoccupazione. Infatti le autorità degli Stati Uniti hanno deliberatamente scelto la via della reflazione allo scopo di ridurre rapidamente la disoccupazione, fornendo senza dubbio, come effetto collaterale, un contributo in tal senso ad altri paesi. L'effetto diretto dell'espansione statunitense si è prodotto naturalmente attraverso la domanda d'importazioni; vi era peraltro anche la speranza che, grazie agli allentati vincoli di bilancia dei pagamenti, esso avrebbe consentito ad altri paesi di alimentare la domanda con proprie politiche espansive. Il primo intento si è realizzato, come dimostrano i grafici, ma altrettanto non si può dire del secondo. Invece di indurre lo stesso grado di espansione, la posizione di primato degli Stati Uniti si è tendenzialmente tradotta in un più ampio disequilibrio delle posizioni esterne nell'ambito degli stessi paesi industriali, proprio allorché andava riducendosi lo squilibrio globale verso i paesi dell'OPEC. Tale evoluzione rispecchia semplicemente il fatto che negli altri paesi è prevalso un diverso punto di vista circa il modo di ridurre la disoccupazione su basi durature. In particolare, Germania e Svizzera consideravano l'eliminazione dell'inflazione un requisito preliminare per ristabilire una sana crescita. Anche il Giappone ha condiviso in certa qual misura tale atteggiamento, benché il brusco rallentamento economico in questo paese abbia altresì rispecchiato il desiderio di contenere la crescita industriale ed i suoi effetti collaterali più nocivi, nonché di costituire una forte posizione esterna al fine di attenuare l'estrema dipendenza da altri paesi per le forniture di materie prime di vitale importanza.

Volendo semplificare al massimo si potrebbe dire che, di fronte ad una recessione accompagnata da inflazione, conseguenza in parte della crisi petrolifera, gli Stati Uniti e vari altri paesi hanno cercato di far ritorno a più alti livelli di occupazione ricorrendo a tradizionali politiche espansive, mentre altri paesi (specialmente in Europa) hanno scelto la via più prudente di ristabilire in primo luogo una soddisfacente apparenza di stabilità dei prezzi. Si tratta evidentemente in questo caso non soltanto di una diversa accentuazione dei due obiettivi di politica economica (di per sé entrambi desiderabili), ma anche di differenti valutazioni in sede analitica. Le osservazioni che precedono dimostrano però abbastanza chiaramente che, dato l'attuale grado di interdipendenza nell'economia mondiale, il perseguimento di divergenti politiche di gestione della domanda è causa di un notevole disequilibrio nelle posizioni esterne. E, almeno al momento attuale, resta irrisolto il problema di come correggere tale squilibrio, se attraverso i tassi di cambio o mediante una maggiore convergenza nelle politiche della domanda.

Si può ipotizzare che i tassi di cambio non si siano mossi sensibilmente nella prima fase della ripresa economica statunitense (e del simultaneo passaggio ad un ampio disavanzo corrente) semplicemente perché la sfasatura congiunturale era considerata ciclica, di breve momento e reversibile. Tuttavia, nell'autunno dello scorso anno, vi sono stati segni che anche le differenze tra i tassi di inflazione stavano per accrescersi nuovamente (come sarà più diffusamente trattato nel prossimo capitolo). Così, sebbene la Germania iniziasse allora a muoversi al disopra della media

per quanto concerne la domanda interna (vedasi grafico a pagina 21), il permanere di andamenti difforni nell'ambito degli altri paesi ed i timori di inflazione sono stati sufficienti, in concorso con gli altri fattori discussi al Capitolo III, ad innescare forti variazioni nei tassi di cambio effettivi reali.

Vi erano tuttavia indicazioni che tali variazioni dei tassi di cambio potessero esercitare effetti perversi sulla domanda interna in termini reali, ed in particolare sugli investimenti delle imprese, oltre ai ben noti effetti negativi, seppure transitori, sulle bilance commerciali a prezzi correnti secondo il meccanismo noto come curva "J". Questi timori erano manifestati soprattutto in Giappone e in Germania sebbene, come evidenzia il grafico a pagina 21, anche il Regno Unito potrebbe costituire un esempio di natura diversa. Un tasso di cambio relativamente forte tende ad abbassare i prezzi all'importazione e, come visto in precedenza, ciò agisce nel senso di aumentare la capacità di spesa dei consumatori. Nel Regno Unito il *boom* dei consumi dello scorso anno ha senza dubbio ricevuto un certo contributo dall'apprezzamento della sterlina. Ma in presenza di una domanda comunque in aumento e di un calo in termini reali delle esportazioni nette, la progressiva perdita di competitività del settore industriale è divenuta oggetto di crescente preoccupazione.

Per il Giappone e la Svizzera in special modo, il problema si poneva in termini opposti. Le esportazioni reali nette si erano mantenute ad un livello sostenuto per un discreto periodo di tempo, in presenza di una debole domanda interna, e pertanto il forte apprezzamento delle rispettive monete appariva, in questo senso, giustificato. All'origine dei timori vi era la possibilità che, pur agendo nel verso "giusto" sulle bilance commerciali, le variazioni dei tassi di cambio deprimessero ulteriormente la domanda interna. In definitiva gli apprezzamenti non hanno causato una significativa erosione dei margini di profitto; essi hanno addirittura portato ad un aumento del potere d'acquisto reale dei consumatori. Ma poiché il processo di aggiustamento è tuttora in corso, sussiste la possibilità che le esportazioni diminuiscano ulteriormente nei mesi a venire. Se ciò implichi il bisogno di ulteriori provvedimenti di stimolo, anche soltanto a sostegno del processo di aggiustamento, dipende dal vigore dell'attuale ripresa della domanda interna. In Giappone e in Germania un notevole impulso è già stato immesso nell'economia con i provvedimenti di rilancio della domanda posti in essere l'anno scorso. Peraltro, quali che siano i rischi di una nuova decelerazione, le autorità di molti paesi non sono inclini a scostarsi eccessivamente da un atteggiamento di prudenza, nel timore di riattizzare l'inflazione e di ampliare i già cospicui disavanzi di bilancio. Restano quindi di piena attualità i problemi connessi alla gestione della domanda ed ai diversi atteggiamenti in proposito a livello nazionale.

### **Il dilemma della gestione della domanda.**

Benché i paesi abbiano reagito in modo disuguale alla situazione determinatasi dopo la crisi petrolifera (con le conseguenze in termini di equilibrio esterno di cui si è appena trattato) tali differenti reazioni sono scaturite praticamente in tutti i casi dallo stesso problema di fondo, ossia dalla coesistenza di una forte inflazione e di un'altrettanto forte disoccupazione, ovvero, in termini più tecnici, dal restringimento o addirittura dal venir meno del margine di scelta, in politica economica, fra il contenimento dell'inflazione e un maggiore utilizzo delle risorse. Nel breve

periodo la politica di gestione della domanda di per sé non poteva essere indirizzata al conseguimento simultaneo di entrambi gli obiettivi; e come già accennato, nei vari paesi sono prevalsi atteggiamenti differenti circa l'obiettivo a cui accordare priorità. I risultati sono stati quelli che forse ci si poteva attendere: una rapida espansione della domanda in termini nominali negli Stati Uniti, con una caduta della disoccupazione e un'accelerazione dell'inflazione, e tendenze sostanzialmente opposte negli altri paesi. Nel capitolo seguente si tenterà di analizzare in qual misura tali indirizzi di politica economica hanno contribuito a determinare differenti andamenti nei prezzi. Sembra tuttavia opportuno sottolineare sin d'ora che gli effetti si sono prodotti in misura notevole attraverso le variazioni dei tassi di cambio e quindi non soltanto per mezzo dei dislivelli nelle pressioni della domanda. Infatti, anche nei paesi in cui è rimasto ampio il margine di capacità inutilizzata e l'apprezzamento della moneta ha contribuito a rallentare l'aumento dei prezzi, in alcuni casi la componente interna dell'inflazione si è ostinatamente mantenuta a livelli eccessivi. Nel corso dell'inverno anche in quei paesi che, tramite l'apprezzamento della propria moneta, avevano beneficiato di una evoluzione particolarmente favorevole nei costi all'importazione, la componente esterna dell'inflazione ha nuovamente minacciato di vanificare gli sforzi in senso antinflazionistico poiché i prezzi delle materie prime ed in particolare del petrolio hanno ricominciato a salire alquanto rapidamente. In siffatte circostanze è probabile che le autorità siano particolarmente sensibili al rischio di aggiungere elementi di inflazione da domanda alle spinte dal lato dei costi, soprattutto perché in molti casi i disavanzi di bilancio permangono assai ampi o tendono addirittura ad aumentare.

A prima vista, le cifre che nella tabella seguente forniscono una misura del disavanzo di bilancio (l'indebitamento o accreditamento netto della pubblica amministrazione) indicate nella tabella, sembrano formare un quadro contraddittorio. Infatti, nei paesi che hanno seguito un atteggiamento prudenzialmente antinflazionistico, il

Saldi finanziari della pubblica amministrazione, 1966-78.

Paesi	1966-69	1970-73	1974	1975	1976	1977	1978
	in percentuale del PNL/PIL						
Stati Uniti . . . . .	- 0,3	- 0,5	- 0,2	- 4,2	- 2,0	- 1,0	- 0,1
Giappone . . . . .	- 2,7	- 2,1	- 3,8	- 2,7	- 3,7	- 4,8	- 6,1
Germania . . . . .	- 0,3	0,2	- 1,3	- 5,7	- 3,6	- 2,6	- 2,7
Francia . . . . .	0,0	0,9	0,6	- 2,2	- 0,4	- 1,3	- 2,1
Regno Unito . . . . .	0,1	- 0,2	- 4,0	- 4,8	- 5,0	- 3,2	- 4,2
Italia . . . . .	- 3,0	- 5,5	- 5,9	- 11,7	- 9,1	- 6,1	- 10,6
Canada . . . . .	1,0	0,5	1,9	- 2,4	- 1,9	- 2,6	- 3,5
Belgio . . . . .	- 1,5	- 2,2	- 4,0	- 5,8	- 6,6	- 7,0	- 7,2
Paesi Bassi . . . . .	- 0,9	0,0	- 0,1	- 3,2	- 2,8	- 2,1	- 2,3
Svezia . . . . .	3,9	4,6	1,9	2,6	3,5	0,1	- 1,6
Danimarca . . . . .	1,3	3,9	4,5	- 2,3	- 0,4	- 0,4	- 0,2
Norvegia . . . . .	3,5	3,1	4,7	2,8	0,9	- 0,9	- 1,3

Fonte: National Accounts dell'OCSE e stime BRI. Il saldo finanziario rappresenta la differenza, secondo i criteri della contabilità nazionale, fra il risparmio della P.A. (escluse le imprese pubbliche) e la spesa in conto capitale della stessa, ossia il suo indebitamento (-) o accreditamento verso gli altri settori.

disavanzo pubblico permane ampio o si è addirittura accresciuto, così come del resto in molti altri paesi, mentre per contro è stato decisamente ridotto il disavanzo della pubblica amministrazione negli Stati Uniti. Non solo, ma nel 1979 il disavanzo della Germania e del Giappone — e forse anche di altri paesi — potrà risultare aumentato, in quanto si saranno fatti sentire appieno gli effetti dei provvedimenti adottati lo scorso anno.

La chiave per risolvere l'apparente enigma sta ovviamente nel comportamento degli altri settori istituzionali, che a tale scopo è ben sintetizzato dai rispettivi saldi finanziari, ossia nell'indebitamento o accreditamento netto rispetto al resto dell'economia (vedasi tabella seguente). Per ciascun paese la somma algebrica dei saldi dei quattro settori deve essere pari a zero, se si prescinde da discrepanze o da incompletezze nella rilevazione statistica: ogni indebitamento trova infatti contropartita in un corrispondente accreditamento.

La tabella mostra abbastanza chiaramente, nel caso degli Stati Uniti, la ripresa della spesa netta delle Famiglie e delle Imprese, che ha permesso la riduzione del disavanzo pubblico, indubbiamente in gran parte attraverso un processo automatico, poiché il gettito tributario si è accresciuto con la ripresa dell'attività economica, mentre sono per contro diminuiti i sussidi di disoccupazione. E in effetti la ripresa è stata talmente vigorosa, come già si è notato, che la domanda è trascinata in un disavanzo della bilancia dei pagamenti (ossia in un'eccedenza per il Resto del mondo). L'unica caratteristica notevole di questa ripresa per altri versi classica, guidata in gran parte dalla spesa per abitazioni e per consumi, è il ruolo particolarmente importante avuto dalle Famiglie. Per converso, la ripresa degli investimenti delle Imprese in rapporto al risparmio di questo settore è stata piuttosto debole. Si può aggiungere che la spesa delle Famiglie negli ultimi due anni è stata ulteriormente stimolata dal ravvivarsi delle aspettative inflazionistiche.

Nella maggior parte degli altri paesi invece, la spesa netta del settore privato non è "decollata" nello stesso modo, nonostante gli impulsi manifestamente vigorosi provenienti dal settore pubblico. Ciò ha naturalmente sollevato alcuni interrogativi sull'efficacia della politica fiscale ed ha addirittura causato il timore che sia in atto uno "spiazzamento" del settore privato nonostante ampi margini di risorse inutilizzate. Secondo un altro punto di vista i grossi disavanzi pubblici sarebbero semplicemente la contropartita del comportamento eccezionalmente cauto del settore privato in presenza di un'inflazione persistente, sebbene in diminuzione. Così, nel caso delle Famiglie (contrariamente a quanto avvenuto negli Stati Uniti) la prudenza è stata cagionata dal timore degli effetti dell'inflazione sul valore reale delle attività finanziarie, mentre per le Imprese la causa va ricercata nei ristretti margini di profitto e nel basso livello attuale e previsto delle vendite. In Germania la strategia del ritorno alla stabilità dei prezzi ha cominciato a dar frutti lo scorso anno: gli investimenti fissi sono aumentati notevolmente nella scia di una ripresa della redditività aziendale e la spesa netta delle Famiglie è ritornata a valori più normali. Nel Regno Unito i salari hanno sopravanzato i prezzi nella prima metà dell'anno e le Imprese sono state costrette ad un maggior ricorso all'indebitamento. Il settore delle famiglie, che è stato in larga misura il beneficiario di questo spostamento, pare aver destinato per intero alla spesa il corrispondente aumento del reddito reale.

A prescindere dagli Stati Uniti, ora per molti paesi la questione cruciale è se la ripresa palesatasi lo scorso inverno sia destinata a proseguire in modo autonomo.



**Saldi finanziari dei settori.**

Paesi	Settori	1973	1974	1975	1976	1977	1978
		in percentuale del PNL					
Stati Uniti . . . . .	Settore pubblico	— 0,4	— 1,1	— 5,2	— 3,0	— 2,0	— 1,2
	Famiglie	4,0	4,2	5,0	3,1	2,0	1,9
	Imprese	— 4,4	— 4,3	— 0,5	— 0,7	— 1,8	— 2,5
	Resto del mondo	0,0	0,2	— 0,8	0,1	1,1	1,2
Giappone . . . . .	Settore pubblico	— 2,9	— 3,7	— 7,3	— 7,4	— 7,2	— 8,9
	Famiglie	8,8	10,3	10,5	11,4	10,4	10,9
	Imprese	— 7,6	— 8,5	— 4,1	— 3,9	— 2,6	— 1,0
	Resto del mondo	0,0	1,0	0,1	— 0,6	— 1,5	— 1,7
Germania . . . . .	Settore pubblico	1,2	— 1,4	— 5,8	— 3,6	— 2,6	— 2,7
	Famiglie	3,4	6,0	7,1	5,3	4,2	3,2
	Imprese	— 3,8	— 2,9	— 1,1	— 1,6	— 1,7	— 1,7
	Resto del mondo	— 1,2	— 2,6	— 1,0	— 0,8	— 0,7	— 1,2
Regno Unito . . . . .	Settore pubblico	— 4,2	— 6,7	— 8,5	— 7,6	— 4,7	— 5,2
	Famiglie	4,4	7,2	7,8	7,3	6,5	6,9
	Imprese	— 2,9	— 7,1	— 1,9	— 1,9	— 2,4	— 2,5
	Resto del mondo	1,7	5,0	2,0	1,0	— 0,2	— 0,2
Francia . . . . .	Settore pubblico	0,9	0,6	— 2,2	— 0,4	— 1,2	— 2,3
	Famiglie	3,5	3,7	5,7	3,5	4,5	6,7
	Imprese	— 5,1	— 6,9	— 3,6	— 5,1	— 4,8	— 4,1
	Resto del mondo	0,2	2,4	0,2	2,0	1,2	0,9
Italia . . . . .	Settore pubblico	— 10,2	— 9,6	— 12,4	— 9,2	— 8,9	— 10,9
	Famiglie	15,5	13,2	16,1	13,8	15,3	17,9
	Imprese	— 7,4	— 9,6	— 7,2	— 6,9	— 5,1	— 4,1
	Resto del mondo	1,8	5,1	0,3	1,5	— 1,1	— 2,4
Canada . . . . .	Settore pubblico	1,0	1,6	— 3,0	— 2,1	— 2,7	— 3,6
	Famiglie	4,8	5,3	5,6	4,6	5,3	5,6
	Imprese	— 5,4	— 7,1	— 5,5	— 5,2	— 4,5	— 4,7
	Resto del mondo	— 0,8	1,0	2,9	2,0	2,0	2,3

Ma prima di passare alle più recenti indicazioni statistiche relative all'anno in corso, è opportuno considerare l'andamento negli ultimi anni di un altro importante fattore: la produttività.

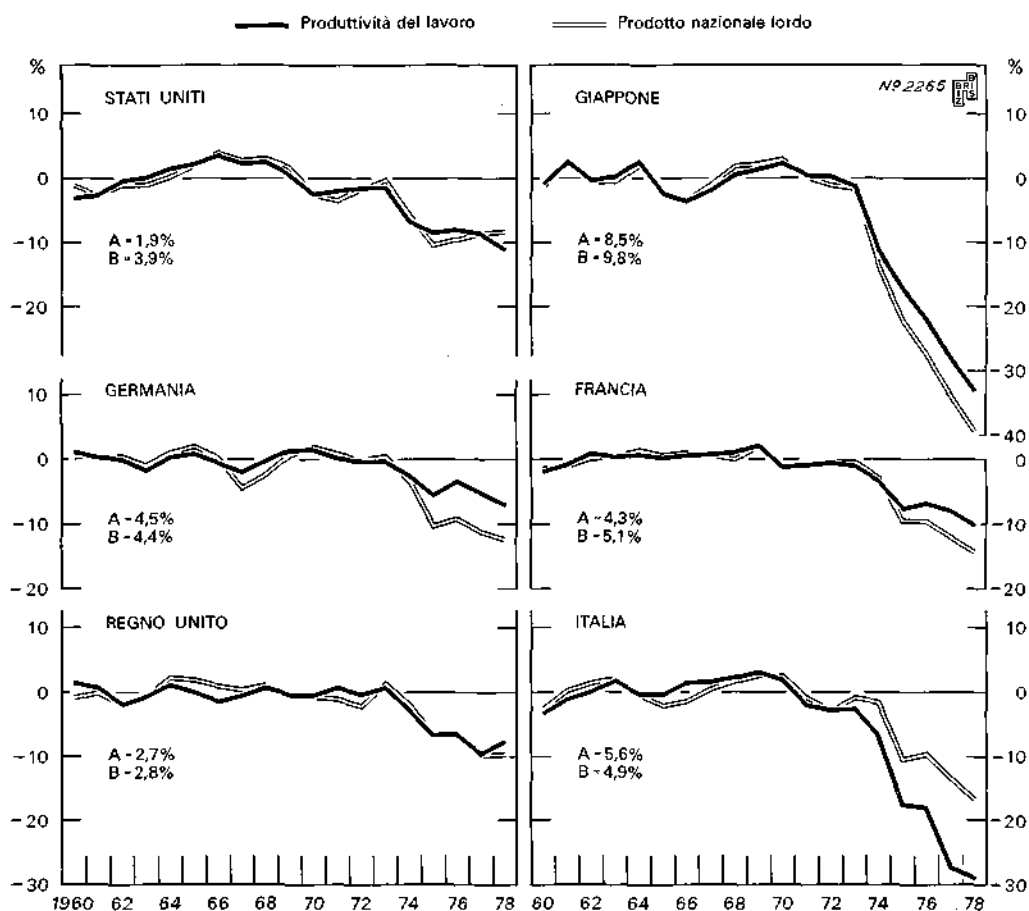
**La flessione nella crescita della produttività.**

Uno degli aspetti caratteristici più notevoli e più difficili a spiegarsi nell'evoluzione economica degli anni più recenti è stato il deludente comportamento della produttività. Pare che un tale andamento sia continuato anche nel 1978. La produttività era ovviamente scesa in modo brusco nel 1974 e 1975 con il sopravvenire della grave recessione (vedasi grafico) ma benché vi fosse stato un certo recupero nel 1976 con l'inizio della ripresa, essa si è da allora nuovamente mossa in modo insoddisfacente. Anche la crescita produttiva è stata debole rispetto alle linee di sviluppo del periodo precedente, fintantoché tutti i paesi hanno sofferto della recessione eccezionalmente acuta, pareva che, se non tutta, certo gran parte del mancato aumento di produttività fosse da attribuire a quel fattore.

Tuttavia quanto è accaduto negli Stati Uniti induce ora a ritenere che altri fattori abbiano agito. Infatti, la ripresa dell'occupazione in questo paese è stata davvero notevole: alla fine del 1978 il numero degli occupati superava di circa 10 milioni

(ossia del 12%) il livello raggiunto in occasione della precedente punta massima della domanda nel 1973. Benché l'evoluzione delle forze di lavoro (che verrà esaminata nel Capitolo III) abbia impedito che questo risultato si riflettesse in un basso saggio di disoccupazione rispetto ai parametri del passato, non vi possono essere molti dubbi sul fatto che gli Stati Uniti si trovino ora in una situazione congiunturale che per molti aspetti può ritenersi di pieno impiego. Dal 1973 la produzione è tuttavia aumentata anch'essa soltanto del 12%, il che significa che nel 1978 la produttività non è praticamente superiore a quella di cinque anni prima. Poiché l'economia si trova ora in una fase di alta congiuntura, ne consegue che lo scarto negativo rispetto ai valori tendenziali del periodo precedente (circa il 10% nel 1978) non può in ogni modo essere imputato a fattori congiunturali. Ma vi è un altro enigma. Il forte aumento nel numero degli occupati smentisce nettamente i timori, espressi dopo l'esplosione del prezzo del petrolio, che la forte variazione nel prezzo relativo dell'energia, unitamente ad una lenta crescita degli investimenti (e quindi della capacità produttiva) avrebbe di fatto diminuito lo *stock* di capitale frenando con ciò la creazione di nuovi posti di lavoro, almeno nel breve-medio periodo.

Andamento della produttività del lavoro e del PNL.\*  
Scostamenti rispetto al trend 1960-73.



\* Le cifre percentuali inserite indicano i tassi di crescita media della produttività complessiva del lavoro (A) (data dal rapporto fra il PNL e l'occupazione complessiva) e del prodotto nazionale lordo (B) per il periodo 1960-73.

Negli altri paesi sussiste senza dubbio una componente congiunturale nella mancata crescita della produttività. In alcuni di essi, come ad esempio in Francia e nel Regno Unito, questo processo è stato deliberatamente accentuato da forme di occupazione sovvenzionata, benché nel secondo paese ciò sia stato in certa misura bilanciato, in termini di produttività, dall'impatto della produzione petrolifera nel Mare del Nord. Anche in Giappone vi è stato il deliberato tentativo di devolvere una parte crescente delle risorse alla spesa per infrastrutture sociali e per la protezione dell'ambiente. Occorre poi considerare che in molti paesi sta esaurendosi o è addirittura cessato il passaggio di forze di lavoro dall'agricoltura a settori a più alta produttività. Altrettanto non si può probabilmente dire del passaggio verso il settore terziario (che, convenzionalmente, presenta una bassa crescita della produttività) benché non sia chiaro se tale movimento sia andato effettivamente intensificandosi dopo il 1973.

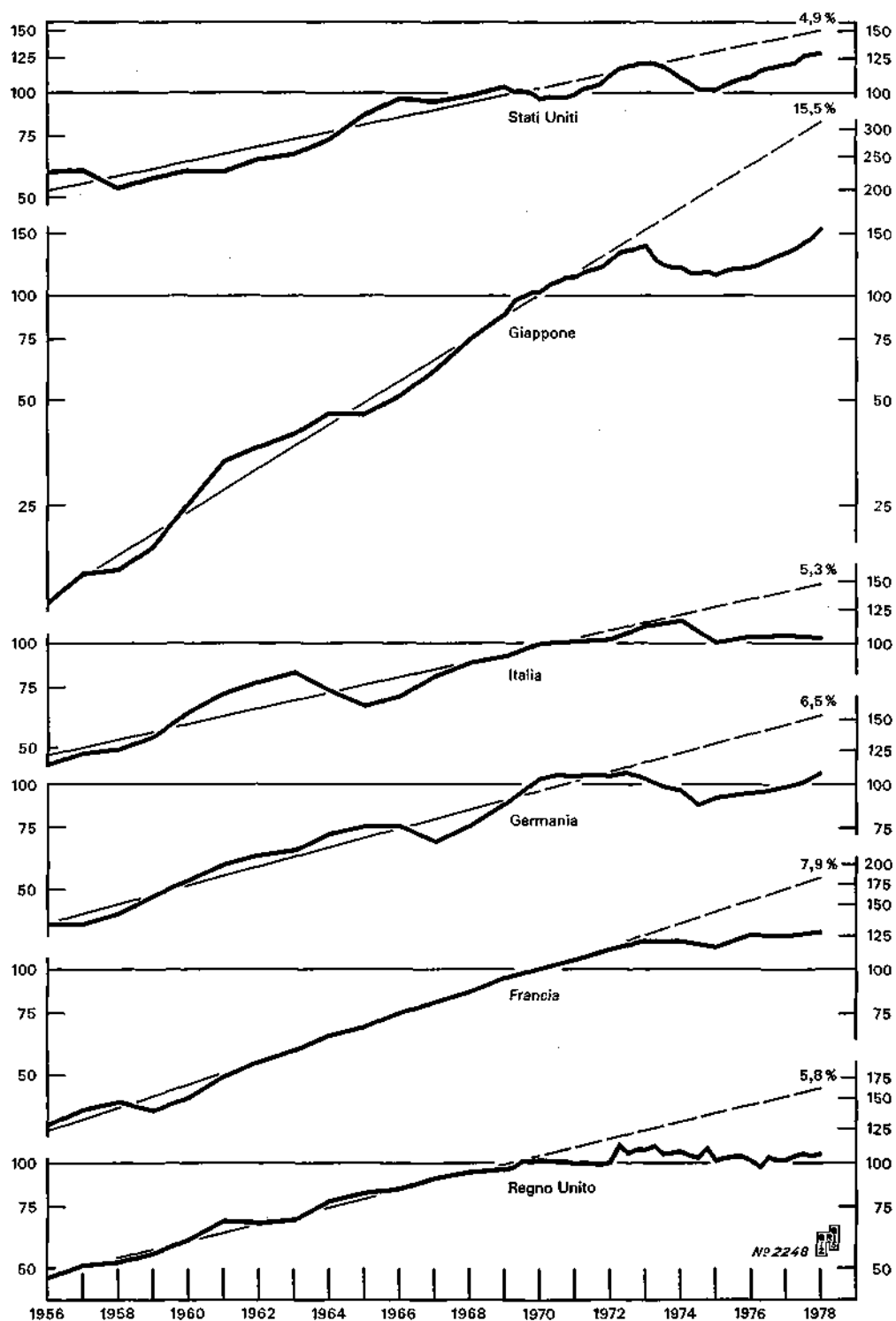
Nondimeno, l'esperienza degli Stati Uniti può altresì fornire gli elementi per individuare altri fattori operanti ad un livello più generale. Ad esempio, la mancata crescita della produttività pare essersi concentrata pesantemente nelle industrie estrattive e delle costruzioni e nel comparto dei servizi di pubblica utilità, piuttosto che nell'industria manifatturiera. Ed è proprio in tali settori che ci si può attendere di constatare gli effetti più marcati della crescente regolamentazione statale nel campo della sicurezza e della protezione dell'ambiente, nonché le conseguenze dei più elevati costi dell'energia. Si può peraltro anche ragionevolmente supporre che tali fattori determinino un abbassamento *una tantum* del livello della produttività misurata anziché del suo tasso tendenziale di crescita.

Nella maggior parte dei paesi gli ultimi cinque o sei anni sono stati altresì caratterizzati da modesti tassi di crescita degli investimenti industriali rispetto a parametri anteriori (vedasi grafico a pagina 30), specialmente se si tiene conto della crescente quota destinata, ad esempio, alla limitazione dell'inquinamento. Tuttavia, come già si è osservato, l'esperienza degli Stati Uniti suggerisce paradossalmente che questo rallentamento non ha intaccato il "potenziale di occupazione" di questa economia. Se mai, gli investimenti devono essere stati del tipo ad alta intensità di lavoro, anziché il contrario. In verità, considerata la quota relativamente alta del costo del lavoro sul valore aggiunto, ci si sarebbe potuto attendere un andamento opposto, ossia una più marcata tendenza ad economizzare manodopera con una corrispondente flessione dell'offerta di lavoro, soprattutto se si tiene conto del volume relativamente modesto degli investimenti. Almeno per quanto concerne gli Stati Uniti, il recente andamento degli investimenti, in presenza dell'alto costo del lavoro, si presenta di per sé inesplicabile e non pare fornire aiuto alcuno alla spiegazione della dinamica della produttività negli ultimi anni.

In definitiva è difficile non concludere che, benché siano ancora indubbiamente in atto influssi legati al ciclo economico (con l'eccezione degli Stati Uniti), vi è stata altresì una flessione di natura "strutturale" nella produttività rispetto alle tendenze precedenti. Nella misura in cui ciò riflette un'accresciuta sicurezza sul lavoro e una maggiore protezione dell'ambiente, quello che si potrebbe definire "benessere reale" non è stato ovviamente intaccato quanto il prodotto nazionale lordo potenziale. Tuttavia questa evoluzione potrebbe anche tendere a peggiorare l'inflazione, agendo sul costo unitario del lavoro. Inoltre se le autorità attuano politiche di gestione della domanda sulla scorta dei precedenti tassi di crescita del potenziale produttivo, vi è il rischio di surriscaldamenti delle economie e di inflazioni da domanda. Negli

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

Indici annui e trimestrali: 1970 = 100 (scale logaritmiche).



\* Compresi gli investimenti del settore pubblico. Le linee di tendenza si riferiscono al periodo 1955-73.

Stati Uniti, ad esempio, benché agli inizi dello scorso anno i programmi di politica fiscale fossero stati corretti in senso meno espansivo allorché è divenuto palese che la domanda di lavoro si manteneva sostenuta, è stato sorprendentemente alto l'ulteriore incremento dell'occupazione. Negli altri paesi tuttavia non si può dubitare che le economie stavano ancora operando in presenza di margini più o meno ampi di capacità inutilizzata e che quindi l'andamento della produzione nel 1978 ha continuato ad essere pesantemente condizionato dai fattori concernenti la domanda aggregata.

### **Andamento nei primi mesi del 1979.**

Verso la fine del 1978 in Europa vi sono stati segni di una nuova ripresa economica, rispecchiatasi rapidamente sui mercati delle materie prime, dove hanno iniziato a salire in particolare i prezzi dei metalli, analogamente a quelli del petrolio. Un importante problema è in quale misura tale miglioramento sia destinato a perdurare, e con esso la tendenza verso andamenti più convergenti e verso più elevati livelli medi di occupazione.

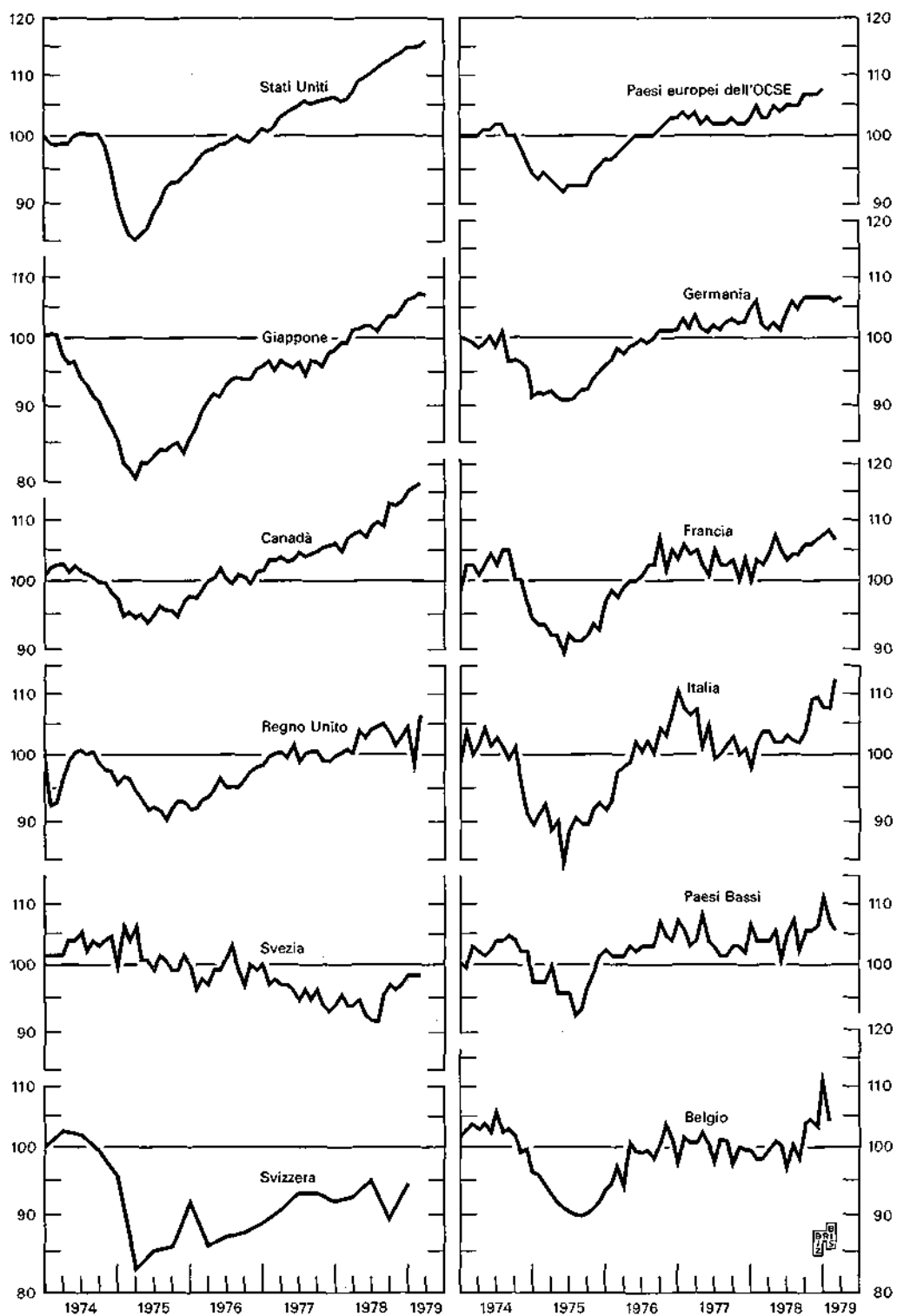
A causa del normale ritardo nella rilevazione statistica e delle perturbazioni cagionate dalle avversità climatiche e dagli scioperi durante l'inverno, non è ancora possibile trarre conclusioni definitive sulla base dei dati disponibili. Come si può notare dal grafico, la produzione industriale presenta in molti casi una notevole dinamica, sebbene la rilevazione non vada oltre i mesi di febbraio-marzo. Tassi di crescita particolarmente elevati si possono constatare in alcuni paesi europei minori, in Italia e nel Canada. In Germania le cifre sono state influenzate dalle intemperie del trascorso inverno, ma, agli inizi del 1979 vi sono stati un'ulteriore flessione della disoccupazione e, come indica la tabella, un sensibile aumento nel volume delle vendite al minuto. Vi sono altresì segni di tensione nel comparto delle costruzioni; e ciò vale anche per la Svizzera, benché in tale paese sia aumentato leggermente il tasso di disoccupazione. Quest'ultimo è salito in certa misura anche in Francia, nonostante un moderato recupero della crescita produttiva e le forti vendite al dettaglio. Nel Regno Unito, dopo il poderoso *boom* dei consumi dello scorso anno, la crescita pare essersi rallentata in seguito alle spinte inflazionistiche dell'inverno; in Giappone vi sono indicazioni che l'apprezzamento della moneta sta esercitando effetti fortemente contrattivi attraverso il volume dell'interscambio con l'estero.

Negli Stati Uniti per contro l'attività si è mantenuta a livelli sostenuti, soprattutto se si considera che i dati della produzione relativi ai primi mesi dell'anno risentono delle avverse condizioni climatiche e che nel quarto trimestre la produzione globale aveva già segnato un tasso di crescita su base annua del 6,9%. La spesa delle Famiglie per beni di consumo ed immobiliari ha continuato ad essere assai forte anche dopo l'accelerarsi dell'inflazione. A ciò si aggiunge il fatto che il deprezzamento del dollaro ha presumibilmente messo in moto processi di aggiustamento in senso espansivo nel volume delle esportazioni ed importazioni.

In sintesi si può ritenere che mediamente è iniziata una sensibile ripresa della domanda interna nei paesi europei. Tale ripresa pare essere meno pronunciata in Svizzera e, fra i maggiori paesi extraeuropei, in Giappone. Tuttavia, questa evoluzione si è prodotta in presenza di un'economia statunitense inaspettatamente su livelli di alta congiuntura. In termini di politica economica c'è da chiedersi se un rallentamento dell'economia americana rischierebbe di far morire sul nascere la

# Produzione industriale.

Quarto trimestre 1973 = 100 (dati destagionalizzati; scale logaritmiche).



Vendite al minuto<sup>1</sup> (a prezzi costanti).

Paesi	1976	1977	1978					1979
			su base annua	1°	2°	3°	4°	
				trimestre	trimestre	trimestre	trimestre	
indice 1975 = 100								
Stati Uniti . . . . .	105,0	110,1	114,1	111,3	113,3	114,5	117,3	115,5 <sup>1</sup>
Canada . . . . .	103,5	103,3	105,9	105,0	105,6	107,1	105,9	109,6 <sup>2</sup>
Germania . . . . .	102,8	106,8	110,3	109,9	109,9	111,1	109,9	113,2 <sup>4</sup>
Giappone . . . . .	96,9	98,1	103,8	99,3	103,8	107,8	105,9	106,9 <sup>2</sup>
Francia . . . . .	102,7	102,8	104,8	103,9	104,5	105,8	104,5	110,5 <sup>3</sup>
Regno Unito . . . . .	99,8	97,1	102,3	99,7	101,1	103,8	104,7	103,7 <sup>2</sup>
Italia . . . . .	103,9	105,0	108,1	96,9	105,5	100,5	128,2	.
Paesi Bassi . . . . .	102,0	105,4	107,9	110,0	107,6	108,6	107,7	108,1 <sup>4</sup>
Belgio . . . . .	103	107	109	109	109	110	111	.
Svezia . . . . .	103,4	101,8	98,7	99,0	98,4	98,5	99,0	100,0 <sup>3</sup>
Danimarca . . . . .	105	105	104	103	102	105	105	104 <sup>3</sup>
Svizzera . . . . .	99,0	100,3	96,5	98,2	98,5	94,7	95,7	97,6 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Dati destagionalizzati, ad esclusione dell'Italia. <sup>2</sup> Marzo. <sup>3</sup> Febbraio. <sup>4</sup> Gennaio.

ripresa negli altri paesi. Se si guarda al passato, le sfasature negli andamenti congiunturali non costituiscono eventi eccezionali. Al tempo stesso però, prima ancora che si siano prodotti apprezzabili miglioramenti nei livelli di occupazione al di fuori degli Stati Uniti, l'inflazione pare nuovamente riacutizzarsi, sottolineando così la perdurante attualità del problema basilare a cui deve far fronte la politica della domanda.

### Conclusioni.

Nell'anno in corso il dilemma della politica fiscale non sarà certamente reso meno arduo, ma potrebbe addirittura essere aggravato dagli sviluppi sul fronte esterno. Il rincaro del petrolio e di altre materie prime, benché di incerta ampiezza, accentuerà sicuramente l'inflazione dei costi e, nella misura in cui si accrescerà nuovamente l'eccedenza dell'OPEC, avrà effetti contrattivi sulla domanda nei paesi importatori di petrolio. Un ulteriore effetto contrattivo sulla domanda globale potrebbe provenire dagli aggiustamenti di bilancia dei pagamenti connessi ai movimenti dei tassi di cambio dello scorso anno, e da un eventuale rallentamento della crescita negli Stati Uniti.

Si potrebbe obiettare che la domanda del settore privato è andata crescendo, anche nel comparto degli investimenti, e che ciò può agire come sufficiente fattore di compensazione. Se questo elemento dovesse tuttavia venir meno, il vuoto non potrebbe essere prontamente colmato da un'accresciuta attività economica, come è avvenuto negli Stati Uniti. Inoltre, a prescindere dal fatto che una maggiore domanda di prodotti industriali a livello mondiale farebbe probabilmente salire ulteriormente i prezzi delle materie prime e fors'anche del petrolio, molti paesi sentono di essere in una situazione delicata per quanto riguarda l'inflazione interna dal lato dei costi

salariali ed esiterebbero a mettere in atto ulteriori provvedimenti di stimolo. L'esempio più appariscente negli ultimi tempi è quello del crollo della politica dei redditi nel Regno Unito nello scorso inverno; ma le tensioni sul fronte dei salari permangono latenti anche nei molti paesi in cui vi è stato un certo allentamento durante il 1978. Benché siano pochi i paesi che iniziano a nutrire timori di nuove tensioni dal lato della domanda, dato l'elevato livello medio di disoccupazione, è possibile che le vertenze salariali siano influenzate (anche se un po' irrazionalmente) dall'ampiezza dei disavanzi di bilancio. In altri termini, nella misura in cui i contraenti considerano il disavanzo di bilancio come un indicatore della futura inflazione anche in epoca di alta disoccupazione, l'aumento di tali disavanzi può avere effetti perversi sull'inflazione. E, in quanto un accrescersi dell'inflazione rinnova un atteggiamento di prudenza nel settore privato, sussiste il rischio che qualsiasi impulso discrezionale di politica fiscale risulti semplicemente inefficace.

Ben maggior influenza sulla effettiva politica fiscale avrà l'accelerazione dell'inflazione che già è stata osservata. In presenza di una disoccupazione quasi ovunque a livelli ancora preoccupanti, è questo risveglio dell'inflazione, unitamente all'incipiente ampliamento dell'avanzo OPEC, che acuisce attualmente il dilemma nella gestione della domanda. Ciò non implica necessariamente che le autorità debbano mutare i pesi soggettivi che esse attribuiscono ai due "mali" della disoccupazione e dell'inflazione; significa semplicemente che una nuova impennata di quest'ultima induce quasi inevitabilmente uno spostamento nell'azione della politica economica verso il controllo dell'andamento dei prezzi. In parte per tale ragione, il capitolo seguente dedica particolare spazio all'andamento dell'inflazione.



### III. INFLAZIONE E DISOCCUPAZIONE.

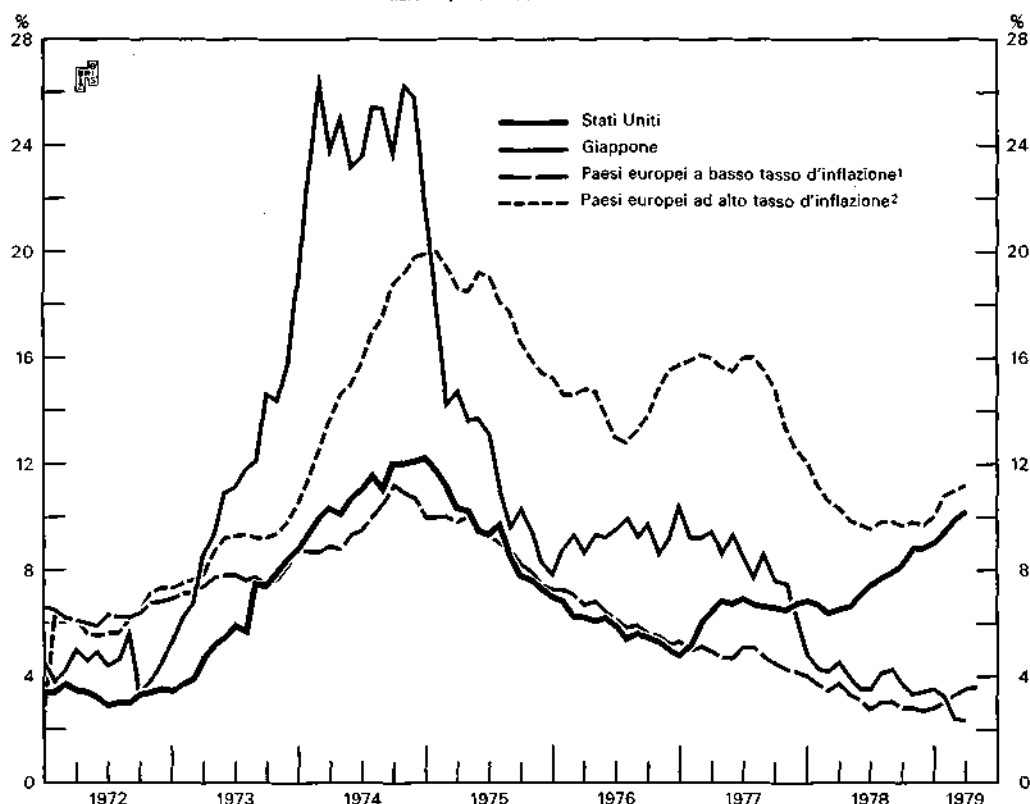
Un importante fenomeno di questi ultimi due anni è stato l'andamento fortemente divergente dei tassi di inflazione negli Stati Uniti da un lato, e nella maggior parte dei paesi europei occidentali e in Giappone dall'altro. Nel 1978 siffatta divergenza si è accentuata in parte per effetto di fattori attinenti alla domanda e all'offerta interne, ma soprattutto in seguito all'ulteriore forte, ed in parte inatteso, deprezzamento del dollaro USA sui mercati dei cambi. La flessione del dollaro, insieme al corrispondente apprezzamento di varie altre monete, ha comportato effetti sui prezzi interni che hanno accentuato le crescenti divergenze nella dinamica dei prezzi relativi. E questo processo ha naturalmente contribuito ad accelerare il movimento al ribasso del dollaro. Il principale fattore dinamico sembra sia consistito nella crescente forza relativa della domanda negli Stati Uniti, che ha contribuito all'interno a riattivare l'inflazione e ad accentuare le aspettative inflazionistiche.

Agli inizi del 1979 si è manifestata invece in modo crescente la tendenza ad un andamento più convergente dei tassi di inflazione relativi, anche se tale convergenza si è presentata nella preoccupante forma di una nuova accelerazione del processo inflazionistico al di fuori degli Stati Uniti, che minaccia di propagarsi fra i vari paesi. Alla base di questa nuova tendenza si possono individuare tre fattori di ordine generale. Innanzitutto il semplice fatto che, in seguito alla maggiore stabilità dei tassi di cambio dalla fine del 1978, i paesi con moneta precedentemente in apprezzamento hanno cominciato a perdere i vantaggi connessi al minor prezzo delle importazioni. In secondo luogo, sebbene ancora contenuta, la perdurante ripresa della domanda al di fuori degli Stati Uniti, combinandosi ad una domanda costantemente sostenuta in quel paese, ha fatto sì che i prezzi internazionali delle materie prime cominciassero a salire alquanto rapidamente. Infine, la turbata situazione internazionale per quanto concerne le forniture di petrolio e le nuove decisioni in materia di prezzi adottate dall'OPEC, hanno impartito ulteriori sensibili impulsi inflazionistici. Tutti questi fattori hanno contribuito a rafforzare le pressioni inflazionistiche esogene. Rimane tuttora aperto il problema di come i vari paesi reagiranno a questa nuova minaccia.

#### **Il mutevole quadro dell'inflazione dei prezzi al consumo.**

Dagli inizi del 1977 l'inflazione dei prezzi al consumo nei principali paesi industriali si è sviluppata secondo direttrici notevolmente diverse, per lo più rispecchiando i differenti obiettivi di politica economica. In contrasto con le aspettative prevalenti, negli Stati Uniti il tasso di inflazione, diminuito nel 1975 e nel 1976 pressoché in linea con quello di altri paesi, è tornato a salire bruscamente nella prima metà del 1977, per buona parte del 1978 e agli inizi dell'anno in corso. In altri paesi il tasso di incremento dei prezzi ha continuato a calare ad un ritmo altrettanto inatteso, anche se al volgere dell'anno vi è stato in alcuni casi un arresto della flessione o addirittura un nuovo preoccupante aumento del costo della vita.

Inflazione in termini di prezzi al consumo.  
Variazioni percentuali su dodici mesi.



NP 2261

<sup>1</sup> Belgio, Germania, Paesi Bassi e Svizzera (media aritmetica semplice). <sup>2</sup> Francia, Italia e Regno Unito (media aritmetica semplice).

La principale ragione dei divergenti andamenti dell'inflazione nel 1977 e 1978 risiede forse nel diverso grado di pressione della domanda interna, come si è detto nel Capitolo II. Già durante il 1976 la domanda interna negli Stati Uniti aveva cominciato ad esercitare una pressione superiore a quella in atto in altri paesi e successivamente ha continuato a rafforzarsi in termini relativi. I prezzi al consumo del mese di dicembre che, rispetto a quelli del corrispondente mese dell'anno precedente, erano aumentati solo del 4,8% nel 1976, sono saliti del 6,8% nel 1977, e del 9% lo scorso anno. Nel primo trimestre del 1979 il loro aumento su base annua è stato del 13%.

Anche in Canada l'inflazione ha segnato un peggioramento nel 1977, con un aumento dei prezzi al consumo del 9,5% rispetto ad appena il 5,8% del 1976. Dopo un certo miglioramento temporaneo agli inizi dello scorso anno, il ritmo di aumento dei prezzi ha riacquisito velocità.

Come risulta dal grafico, negli Stati Uniti la dinamica dei prezzi al consumo, che nel 1975-76 si era mantenuta strettamente in linea con quella dei paesi europei occidentali a bassa inflazione, si è poi spostata su livelli sempre più elevati, fino ad assumere, verso la fine del 1978, un ritmo prossimo a quello dei paesi europei ad alta inflazione. Contemporaneamente, il Giappone, il cui tasso di inflazione, di oltre il 20% nel 1974, superava nettamente quelli registrati altrove, riusciva agli inizi del

Variazioni dei prezzi al consumo.

Paesi	Medie annue		Periodi di dodici mesi terminanti nel					
	1969-73	1974-78	1975 dic.	1976 dic.	1977 dic.	1978		1979 aprile
	incrementi percentuali							
Stati Uniti . . . . .	4,9	8,0	7,0	4,8	6,8	7,4	9,0	10,2*
Canada . . . . .	4,6	9,2	9,5	5,8	9,5	7,2	8,4	9,3*
Giappone . . . . .	7,5	11,5	7,7	10,4	4,8	3,5	3,5	2,3*
Germania . . . . .	5,3	4,8	5,4	3,9	3,5	2,4	2,4	3,5
Francia . . . . .	6,1	10,8	9,6	9,9	9,0	9,0	9,7	10,1*
Regno Unito . . . . .	8,0	16,2	24,9	15,1	12,1	7,4	8,4	10,1
Italia . . . . .	3,6	17,0	11,1	21,8	14,9	12,2	11,9	14,3
Austria . . . . .	5,7	6,9	6,8	7,2	4,2	3,2	3,7	3,5
Belgio . . . . .	5,2	9,2	11,0	7,6	6,3	3,7	3,9	3,9
Danimarca . . . . .	6,4	11,0	9,6	13,1	12,2	10,5	7,1	7,1*
Finlandia . . . . .	6,9	13,9	18,1	12,3	11,9	7,5	5,9	7,4*
Norvegia . . . . .	7,9	9,5	11,0	8,0	9,1	7,4	8,1	4,9*
Paesi Bassi . . . . .	6,7	7,9	9,1	8,5	5,2	3,4	3,9	4,3
Spagna . . . . .	8,4	18,9	14,1	19,8	26,4	20,7	16,5	15,8*
Svezia . . . . .	6,8	10,3	8,9	9,6	12,7	9,1	7,4	5,9
Svizzera . . . . .	6,4	4,1	3,4	1,3	1,1	1,1	0,8	2,6

\* Marzo.

1978 ad allinearsi all'andamento discendente dei paesi europei a bassa inflazione. E nei dodici mesi conclusi alla metà del 1978 persino i paesi europei ad alta inflazione hanno ridotto il loro tasso medio di aumento dei prezzi dal 16 al 10%.

L'ampiezza di queste divergenze è stata considerevole e invero sorprendente. Le differenti pressioni della domanda sono state, come già accennato, un fattore importante, così come le disparità, ad esse collegate, nella situazione del mercato del lavoro e nei tassi di disoccupazione; ma questi elementi offrono di per sé una spiegazione non del tutto esauriente. Inoltre, sembra che nella maggior parte dei paesi, ad eccezione del Regno Unito, la pressione autonoma dei salari non abbia svolto un ruolo importante nel cambiare l'andamento dei prezzi relativi. Al contrario, come risulta dal grafico di pagina 39, sembra che siano state le retribuzioni minime contrattuali ed i salari di fatto ad adeguarsi nel complesso ai mutati tassi di inflazione. Né pare che fattori speciali abbiano svolto un ruolo sostanziale, anche se va rilevato che gli incrementi di produttività sono stati complessivamente bassi e che nel 1978 i prezzi delle derrate alimentari hanno registrato aumenti eccezionalmente forti, del 12 e del 13 % rispettivamente, negli Stati Uniti e in Canada.

Oltre alle variazioni relative nelle pressioni della domanda, l'altra principale causa del differente comportamento dei prezzi è stata la dinamica pronunciata dei tassi di cambio, specie in rapporto al dollaro USA. In sostanza, le oscillazioni dei tassi di cambio, per lo più attraverso il loro effetto diretto, sul costo in moneta nazionale delle importazioni di generi alimentari e di materie prime, e indiretto, sui prezzi esposti alla concorrenza internazionale, hanno contribuito ad accentuare le divergenze nell'andamento tendenziale dell'inflazione; ed in questo senso una stabilizzazione dei tassi di cambio può indubbiamente contribuire ad una maggiore convergenza dei tassi di inflazione.

Negli ultimi mesi tale convergenza, seppure ad un più elevato livello medio di inflazione, ha cominciato a manifestarsi nell'andamento dei prezzi al consumo.

Come risulta dalla tabella, nei primi mesi del 1979 gli aumenti dei prezzi al consumo hanno subito una notevole accelerazione in tre dei quattro paesi a bassa inflazione, con la sola eccezione del Belgio; nei paesi europei ad alta inflazione la spinta al rialzo è stata ancora più pronunciata. Per contro, in Giappone l'incremento dei prezzi al consumo ha continuato a rallentare, forse come reazione ritardata al precedente forte apprezzamento dello yen.

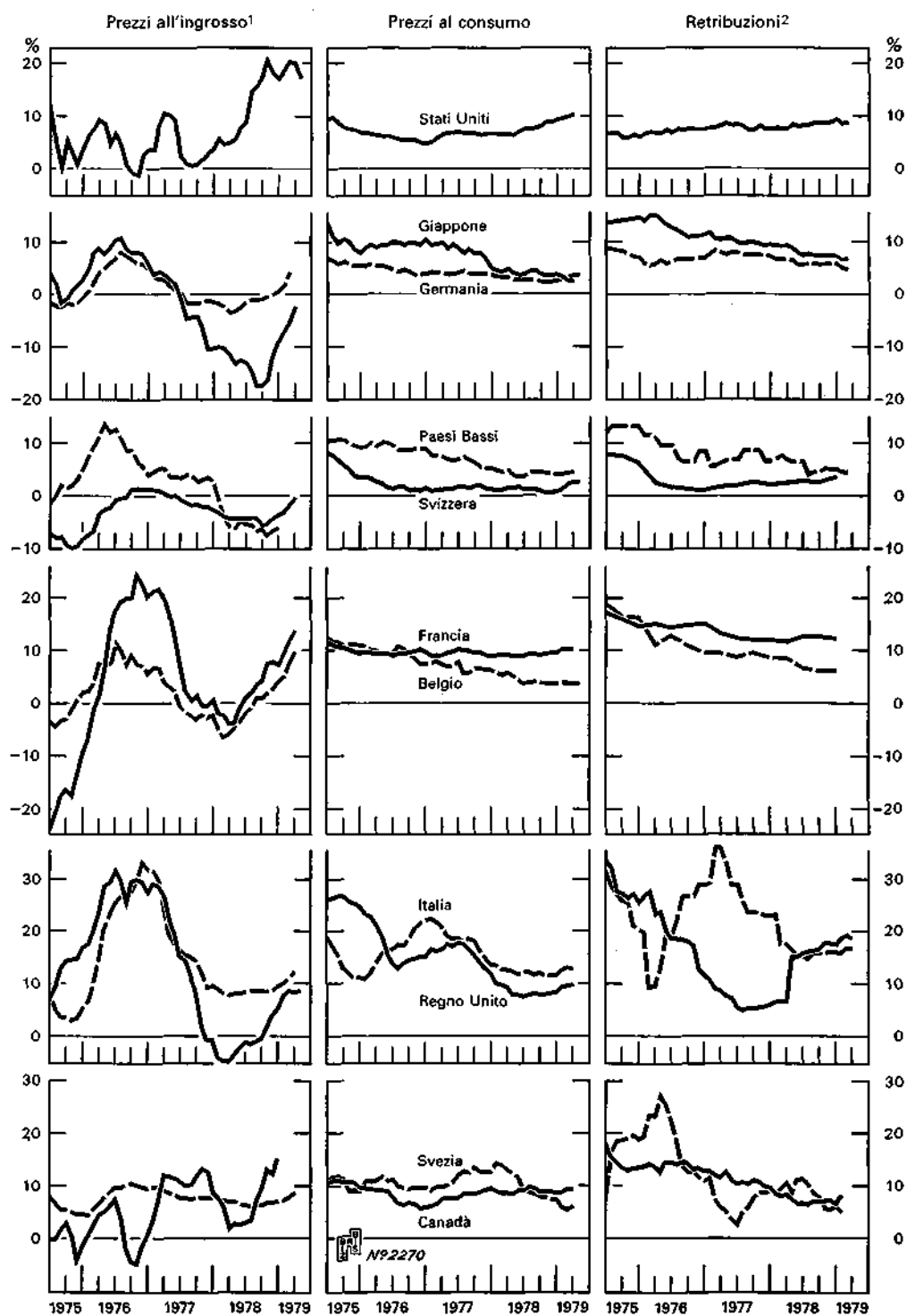
#### **Indicatori dei prezzi-guida interni ed internazionali.**

I recenti timori circa un rafforzarsi delle pressioni inflazionistiche sono stati in buona parte suscitati non tanto dall'andamento dei prezzi al consumo, che comunque seguono con ritardo l'evolversi di altre variabili, quanto piuttosto dai segnali di allarme provenienti dagli indicatori dei prezzi all'ingrosso e di quelli delle materie prime a mercato mondiale e del petrolio. Come mostra il grafico, la variazione percentuale su dodici mesi dei prezzi all'ingrosso ha assunto verso la metà del 1978 un andamento ascendente, anche se in taluni casi i prezzi sono rimasti per qualche tempo al disotto del livello dell'anno precedente. Tuttavia, al volgere dell'anno, in un certo numero di paesi, quali il Regno Unito, la Francia, l'Italia e il Belgio, le variazioni sono state fortemente positive e sensibili aumenti si sono registrati anche in paesi come la Germania, la Svizzera e il Giappone. Negli Stati Uniti il movimento dei prezzi all'ingrosso era già andato progressivamente accelerando dall'autunno del 1977, e verso la fine del 1978 il loro livello superava di circa il 20% quello dell'anno precedente. In Canada, l'aumento ha seguito quello degli Stati Uniti, seppure con ritmo più moderato, mentre in Svezia l'accelerazione è iniziata verso la fine del 1978 partendo da un livello già piuttosto elevato. Ove possibile, questi dati riguardano i prezzi all'ingrosso a livello di *input* nel processo produttivo, anche se le loro oscillazioni sono manifestamente più ampie di quelle dei prezzi all'uscita del processo produttivo.

Passando ad esaminare i prezzi internazionali delle materie prime, dopo il minimo toccato nella fase di recessione del 1975, l'indicatore "Economist" dei prezzi in dollari (escluso il petrolio) ha registrato una tendenza costantemente ascendente, anche se con forti oscillazioni di breve durata. Nel corso di questo periodo, l'indice complessivo è quasi raddoppiato ed ha anche superato di circa un terzo la punta del 1974 registrata durante la precedente ripresa. Questi incrementi, va notato, sono intervenuti in un periodo in cui la ripresa economica al di fuori degli Stati Uniti è rimasta generalmente vacillante e stentata. Inoltre, a seconda delle clausole contrattuali, la tendenza ascendente dei prezzi in dollari USA può essere stata influenzata dal calo del valore di cambio del dollaro. Nell'insieme del periodo, e più in particolare dalla fine del 1976, i prezzi delle derrate alimentari hanno registrato il più forte incremento, ma dalla fine del 1977 anche i prezzi delle fibre tessili sono aumentati costantemente e quelli dei metalli hanno segnato una brusca ripresa, muovendo per altro da livelli assai depressi ed in taluni casi non remunerativi.

Dopo il forte aumento del 1973-74 i prezzi in dollari USA del petrolio si sono ancora nettamente mossi verso l'alto. A metà dicembre i paesi membri dell'OPEC annunciavano la loro decisione di aumentare del 14,5% il prezzo del greggio arabo leggero. Questo incremento doveva essere introdotto gradualmente a intervalli trimestrali in modo da portare il prezzo del greggio a \$14,55 al barile nel quarto

**Prezzi e retribuzioni**  
Variazioni percentuali su dodici mesi.



¹ Basati, ove possibile, su prezzi a livello di *input* nell'industria manifatturiera. ² Retribuzioni orarie nel caso di Canada, Giappone, Svezia, Svizzera e Stati Uniti; per gli altri paesi, retribuzioni minime contrattuali.

trimestre del 1979. Tuttavia in marzo, sulla scia dei movimenti insurrezionali in Iran, i paesi OPEC decidevano che tutto l'incremento previsto venisse applicato già a partire dal secondo trimestre 1979 ed inoltre che taluni paesi avessero facoltà di applicare maggiorazioni al prezzo-base concordato.

Questa decisione è stata presa dopo che la produzione iraniana di petrolio era scesa da una punta massima di oltre 6 milioni di barili al giorno a meno di un milione di barili. La riduzione, compensata solo in parte da un aumento della produzione dell'Arabia Saudita, aveva provocato tra il dicembre 1978 e il marzo 1979 una contrazione dell'offerta e un considerevole rincaro del petrolio sul mercato libero. Anche se per alcuni osservatori è motivo di relativo ottimismo il fatto che in percentuale questo aumento sia modesto se raffrontato alla quadruplicazione del prezzo del petrolio del 1973-74, nondimeno esso permane cospicuo ed implica un'ulteriore grave progressione della spirale ascendente dei prezzi internazionali.

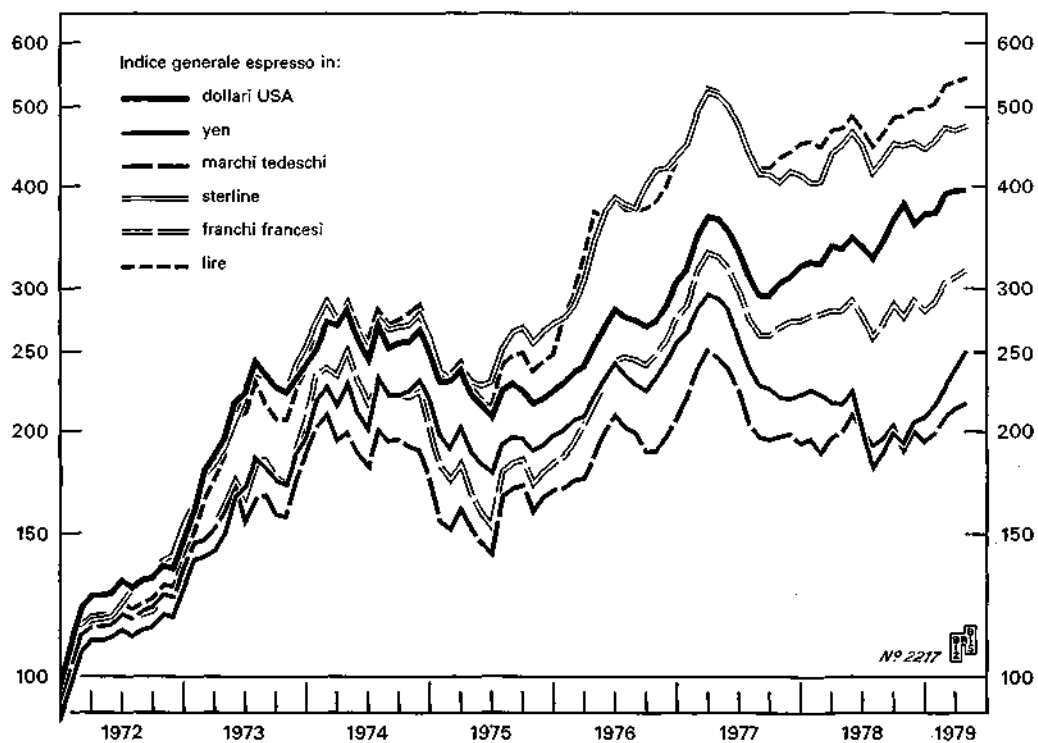
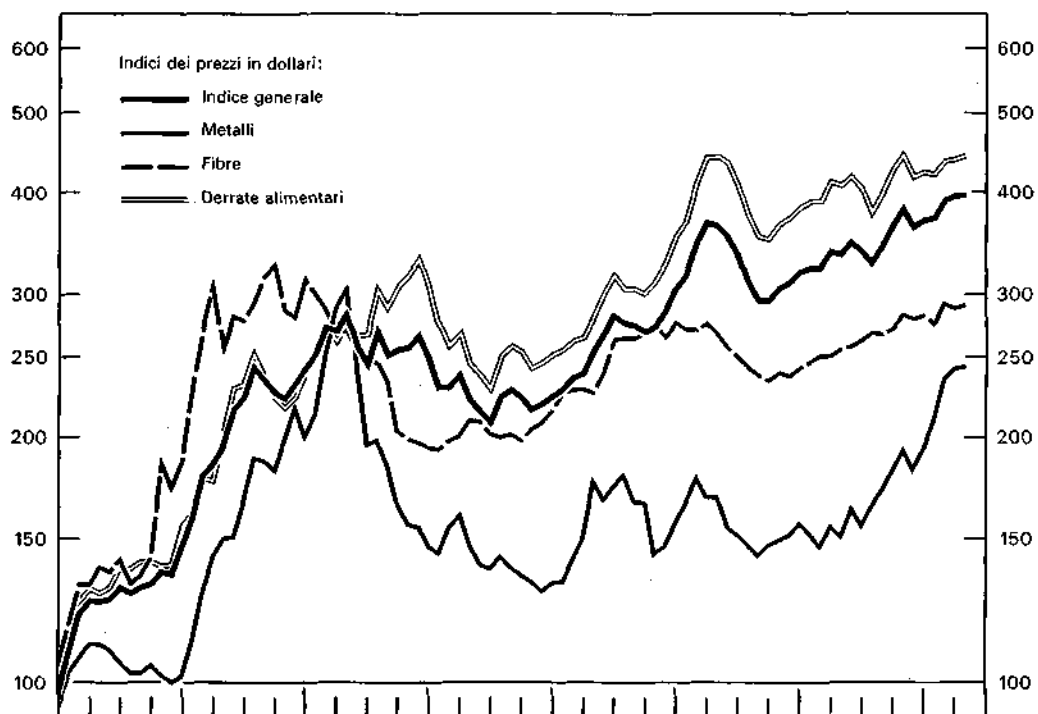
Al fine di esaminare l'andamento dei prezzi delle materie prime nel contesto sia della precedente disparità dei tassi di inflazione, sia della loro attuale convergenza ed ascesa, l'indice "Economist" dei prezzi in dollari è stato ricalcolato nel grafico inferiore in modo da evidenziare la posizione di vantaggio di alcuni paesi in termini delle rispettive monete nazionali. Così, dalla fine del 1977 l'indice complessivo dei prezzi delle materie prime in marchi tedeschi si è mantenuto assai stabile, mentre quello espresso in yen è calato ad un livello più basso. Questi andamenti differenziati, in quanto espressione di prezzi effettivi all'importazione, contribuiscono a spiegare le diversità già osservate nel comportamento dei prezzi al consumo.

Nella tarda primavera e all'inizio dell'estate del 1978 i prezzi internazionali delle materie prime sono alquanto diminuiti, per risalire successivamente fino a segnare un incremento di oltre il 20% in termini di dollari nel periodo dalla metà del 1978 all'aprile del 1979. Poiché nel frattempo i tassi di cambio si sono mantenuti più stabili, questi incrementi si sono rapidamente trasmessi alla struttura dei prezzi interni all'ingrosso. Per giunta, anche se l'entità dell'incremento è variata a seconda delle monete, durante questo periodo praticamente tutti i paesi hanno registrato incrementi.

Alla luce di questi sviluppi, si è diffusa la preoccupazione di una possibile accelerazione dell'inflazione nei paesi in cui, seppure lentamente, si erano fatti i maggiori progressi nel riportarla sotto controllo. Dal punto di vista dell'economia internazionale, questo processo può essere interpretato nel senso che l'incipiente ripresa delle economie europee, incentrata soprattutto su quella tedesca, si stia sovrapponendo ad un elevato livello di attività economica negli Stati Uniti e alla perdurante espansione in Giappone e Canada. Se questa ipotesi è valida, il rallentamento già da tempo preconizzato dell'attività economica negli Stati Uniti potrebbe attenuare le pressioni della domanda sui prodotti a mercato mondiale, consentendo il proseguimento di uno sviluppo relativamente non inflazionistico sia negli Stati Uniti sia altrove.

Questa interpretazione solleva l'interessante quesito se, nell'ipotesi di una certa stabilità dei prezzi internazionali delle materie prime, sia ancora possibile che le principali economie industriali si espandano contemporaneamente ad un ritmo relativamente rapido. Invero va precisato che le ragioni del recente brusco movimento dei prezzi non sono ancora chiare. E' già accaduto in passato che ad un'improvvisa impennata dei prezzi sia seguita a breve distanza una loro ricaduta. E' anche

Prezzi delle materie prime a mercato mondiale.  
Indicatore "Economist".  
1971 = 100.



possibile che la recente instabilità dei tassi di cambio, ed in particolare del dollaro USA, abbia incoraggiato una diffusa speculazione sulle materie prime, analogamente a quanto avvenne nel 1973-74 con il passaggio alla fluttuazione generalizzata. Ed ancora, alcuni aumenti di prezzo, specie nel comparto dei metalli, possono prevalentemente riflettere il tentativo da parte dei produttori di riportare i margini di profitto a livelli soddisfacenti. Nonostante queste argomentazioni, vi è pur sempre motivo di preoccupazione per le implicazioni inflazionistiche del crescente livello della domanda mondiale, tendenza questa che solo ora va delineandosi al di fuori degli Stati Uniti. In altri termini, vi è motivo di ritenere che, dopo un periodo prolungato di "stagflazione" mondiale, siano venuti a mancare gli investimenti necessari a mantenere elastica l'offerta delle materie prime internazionali.

Molto sembra ora dipendere dall'andamento della domanda nominale negli Stati Uniti. Agli inizi del 1979, nonostante le distorsioni provocate da un inverno particolarmente rigido, sembrava che l'economia stesse ancora operando a livelli elevati di capacità e in taluni settori cominciavano ad apparire sintomi di tensione. Nonostante gli sforzi delle autorità di rallentare la congiuntura, evitando al tempo stesso una recessione, non appariva ancora chiaro quale corso l'attività economica avrebbe di fatto assunto. Da un lato, considerando l'accelerazione dell'inflazione ed il perdurare di una sostenuta attività nel settore degli investimenti fissi delle imprese, si è delineata la possibilità che il rincaro delle materie prime sul mercato internazionale metta in moto un nuovo ciclo di investimenti in scorte, specie in considerazione del fatto che queste sono state mantenute a livelli molto bassi. Dall'altro, la decisione adottata dall'Amministrazione nell'aprile del 1979 di avviare un programma di liberalizzazione dei prezzi del petrolio nazionale, unitamente al costante sforzo di applicare una politica fiscale e monetaria restrittiva, potrebbe esercitare sulla domanda globale la necessaria azione frenante. In considerazione della particolare importanza dell'evolversi della situazione economica negli Stati Uniti in questi ultimi due anni, sembra opportuno esaminare più da vicino l'evoluzione degli indirizzi di politica economica e le difficoltà incontrate durante questo periodo.

### **La recrudescenza dell'inflazione negli Stati Uniti.**

Da un punto di vista internazionale, fra i principali elementi perturbatori dello scorso anno vanno annoverate l'ulteriore accelerazione dell'inflazione negli Stati Uniti e la connessa precipitosa caduta del valore esterno del dollaro. In retrospettiva sembra evidente che il principale fattore causale sia stato l'indirizzo espansivo della politica economica negli anni precedenti. In presenza di una disoccupazione elevata rispetto ai parametri del passato (intorno all'8,5 % nel 1975), le autorità avevano evidentemente avvertito la necessità di perseguire politiche fiscali e monetarie conformi agli schemi tradizionali.

Tenuto quindi conto dell'elevato tasso di disoccupazione e del grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera, che agli inizi del 1975 superava di poco il 71 %, le autorità ritennero che vi fosse ampio margine di manovra per una politica di stimolo della domanda senza incorrere nel rischio di riattizzare l'inflazione. Ed anche un anno dopo, nella primavera del 1976, esse non intravedevano elementi di rilievo che potessero contraddire questa ipotesi. Nel 1976 l'aumento dei



prezzi alla produzione dei beni finali era solo del 4,2 % rispetto all'anno precedente, ed i costi del lavoro per unità di prodotto non erano aumentati più del 5 %. Il grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera, pari all'80 % nel 1976, era pur sempre ben al disotto della punta massima dell'87,5 % registrata nel 1973.

Dato il margine apparentemente ampio a disposizione per attuare una politica espansiva di gestione della domanda, è difficile spiegarsi perché l'inflazione sia ricomparsa con tanto vigore. Va innanzitutto osservato che dopo la recessione del 1974 la scelta degli strumenti di politica economica è stata diversa da quella effettuata in molti altri importanti paesi industriali. Nel complesso, almeno fino al novembre 1978, l'obiettivo principale della politica monetaria negli Stati Uniti è stato quello di facilitare l'espansione economica interna, mentre in diversi altri importanti paesi, ed in particolare in Giappone e in Germania, la politica monetaria è stata piuttosto indirizzata a ridurre l'inflazione ed a salvaguardare il valore esterno della moneta.

Negli Stati Uniti la politica fiscale, seppure apparentemente espansiva in termini di dimensione assoluta del disavanzo di bilancio del Governo federale, ha operato con il passare del tempo in modo sempre più restrittivo, riducendo il disavanzo dal 4,6 % del prodotto nazionale lordo nel 1975 all'1,4 % nel 1978. Questa evoluzione si differenzia da quella avutasi in Germania e Giappone, paesi in cui il bilancio solo gradualmente è stato improntato ad una maggiore espansione effettiva, di fronte a un'evidente esigenza di stimolare la domanda. Quindi, a differenza degli Stati Uniti, questi due paesi pare abbiano concentrato la politica fiscale sull'obiettivo di un moderato sviluppo interno, facendo affidamento sulla politica monetaria, con il concorso dell'apprezzamento del tasso di cambio, per ridurre gradualmente l'inflazione.

Inizialmente il valore esterno del dollaro non ha rappresentato un problema particolare. Tuttavia, con il passare del tempo, l'indirizzo espansivo della politica economica degli Stati Uniti, il significativo superamento degli obiettivi monetari e il facile accesso al credito hanno contribuito ad alimentare le aspettative inflazionistiche e ad accentuare la flessione del valore internazionale del dollaro. Si è stimato che nel 1978 questa flessione abbia fatto aumentare di un intero punto percentuale l'inflazione dei prezzi al consumo negli Stati Uniti. Il suo impatto è stato forse anche maggiore se si tiene conto degli effetti indiretti, come la tendenza delle industrie esposte alla concorrenza internazionale ad aumentare i prezzi in seguito alla ridotta competitività dell'estero. Data l'importanza internazionale del dollaro, gli sviluppi sui mercati dei cambi hanno rafforzato le aspettative inflazionistiche rendendo via via più arduo il problema dell'inflazione statunitense.

Nel valutare le prospettive inflazionistiche, le autorità degli Stati Uniti possono essere state anche fuorviate dagli indicatori del grado di impiego dei fattori capitale e lavoro. In tutti i paesi industriali, siffatti indici generali, quali il livello di utilizzo della capacità produttiva ed il tasso della disoccupazione complessiva, svolgono un ruolo essenziale nella valutazione, da parte dei responsabili della politica economica, dei margini di manovra per una politica anticiclica, sia essa monetaria o fiscale. Tuttavia questi indici di grossi aggregati hanno perso parte della loro attendibilità quali rivelatori del grado di impiego del lavoro e del capitale. Negli Stati Uniti i sostanziali cambiamenti intervenuti nella composizione delle forze di lavoro hanno reso sempre meno significativo un raffronto storico tra i tassi di disoccupazione. Ed è altresì

incerto in quale misura i più elevati prezzi dell'energia abbiano effettivamente ridotto la dimensione economica reale dello *stock* di capitale negli Stati Uniti e quindi la soglia di un impiego non inflazionistico. Benché nel 1977 l'indicatore convenzionale di utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera fosse salito all'82,5 %, le autorità apparivano ancora riluttanti ad inasprire la politica monetaria.

Neppure gli incrementi salariali nominali sono parsi indicare univocamente una recrudescenza dell'inflazione. Nel 1978 l'aumento delle retribuzioni orarie nel settore delle imprese private è stato del 9,3 %, solo di poco superiore quindi all'8,7 % registrato nel 1976. Manifestamente quel che più ha sorpreso è stato il deludente andamento della produttività nel 1977 e quindi nuovamente nel 1978. Nel settore delle imprese private l'aumento della produzione oraria per addetto è sceso dal 3,6 % nel 1976 allo 0,4 % nel 1978, determinando una forte progressione dei costi unitari di lavoro. Infatti nel 1978 il loro aumento, pari all'8,9 %, superava quello di due anni prima di quasi quattro punti percentuali, tre dei quali vanno pertanto ascritti al calo della produttività.

Inoltre, i prezzi delle derrate alimentari, dopo aver registrato un tasso di crescita insolitamente basso nel periodo iniziale della ripresa, ed in particolare nel 1976, sono bruscamente saliti lo scorso anno. Ovviamente, un forte aumento relativo in una delle componenti non implica necessariamente un incremento nel livello generale dei prezzi, ma in un contesto di prezzi amministrati siffatta tendenza è difficilmente neutralizzabile. Così, il brusco aumento di quasi il 12 % nella componente dei prezzi dei generi alimentari nel 1978, a fronte di un rincaro inferiore all'1 % nel 1976, ha influito sensibilmente sull'indice generale dei prezzi al consumo.

Sempre a questo proposito si possono menzionare altri due fattori, peraltro non quantificabili. In primo luogo, le difficoltà incontrate dalle autorità nel valutare la forza dell'impulso impartito alla domanda finale mediante la propria politica monetaria. I cambiamenti istituzionali e tecnici intervenuti nella gestione della moneta, in particolar modo nel 1974 e 1975, ma poi di nuovo verso la fine del 1978, possono aver determinato una certa sottovalutazione degli effetti di un'espansione monetaria. Questa difficoltà, unitamente all'impiego del tasso di interesse come obiettivo intermedio durante periodi di accentuate oscillazioni nei tassi di inflazione, ha reso più arduo il compito di valutare il potenziale impatto inflazionistico di un certo grado di stimolo monetario. Un secondo fattore di incertezza è stata l'apparente instabilità della correlazione inversa tra disoccupazione e inflazione. Indizi sempre più frequenti inducono a ritenere che questo nesso sia di più breve durata, più instabile e meno favorevole che in passato e che non esista una correlazione di lungo periodo. Di conseguenza, un'azione monetaria di stimolo della domanda può abbastanza presto sfociare in aumenti dei prezzi con un beneficio modesto o addirittura nullo nel lungo periodo in termini di minore disoccupazione. Pur se questa argomentazione è ovviamente ipotetica e discutibile, sembra comunque che i responsabili della politica economica negli Stati Uniti abbiano implicitamente presupposto l'esistenza di una correlazione più stretta, a differenza delle autorità tedesche e giapponesi, le quali hanno dato maggior rilievo all'obiettivo di ridurre i rispettivi tassi di inflazione.

Il fatto che gli Stati Uniti abbiano favorito o adottato politiche più espansive di quelle perseguite altrove ha comportato una crescente divergenza dei tassi di inflazione, e tale difformità è stata accentuata dall'effetto inflazionistico di retroazione esercitato dal calo sorprendentemente forte nel valore esterno del dollaro. Anche

se dalla fine degli anni Sessanta l'economia statunitense era diventata più aperta in termini di scambi commerciali e di flussi di capitali, i prezzi interni avevano mostrato scarsa sensibilità ad oscillazioni dei tassi di cambio di modesta portata. In realtà, l'impatto del tasso di cambio sull'inflazione degli Stati Uniti pare sia stato in questo caso molto più accentuato di quanto previsto.

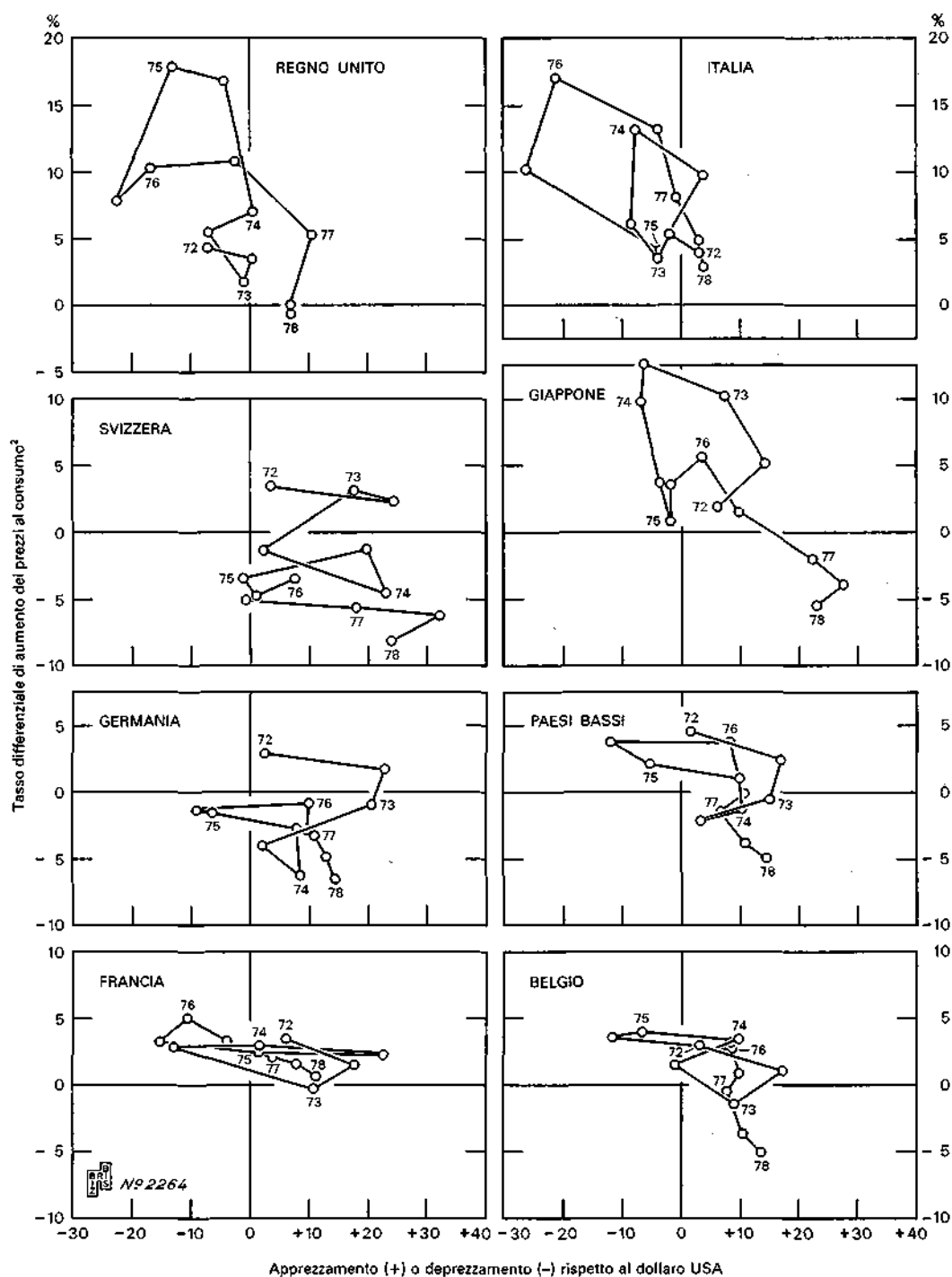
L'importante ruolo svolto dalle aspettative nell'influenzare il tasso di cambio, nonché l'evidente disposizione di altri paesi, segnatamente Germania e Giappone, ad accettare un netto apprezzamento delle proprie monete, hanno accentuato il deterioramento nella dinamica dei prezzi negli Stati Uniti. In un certo senso, il comportamento dei tassi di cambio flessibili è stato conforme alle previsioni nella misura in cui esso si è adeguato a politiche di gestione della domanda notevolmente difformi. In altre parole, i mercati dei cambi hanno in larga misura riflesso la sostanziale differenza negli obiettivi di politica economica che esiste fin dalla grave recessione negli Stati Uniti del 1974-75. Imprevisti sono stati invece l'entità dell'effettivo movimento dei tassi di cambio e l'effetto inflazionistico di retroazione generato dalle loro variazioni. Di conseguenza, è il pronunciato movimento dei tassi di cambio sui mercati valutari, seguito solo con ritardo da aggiustamenti in termini reali, che ha differenziato la più recente ripresa dai corrispondenti periodi dei cicli precedenti.

### **L'interazione dei tassi di cambio e dei prezzi interni.**

Si è sostenuto in precedenza che le pressioni relativamente forti della domanda negli Stati Uniti a partire dal 1976, unitamente alla ricomparsa di più elevati tassi di inflazione dal 1977, hanno contribuito alla flessione del dollaro. A sua volta, il deprezzamento del dollaro ha acuito la nuova spinta al rialzo dei prezzi negli Stati Uniti, favorendo al tempo stesso la riduzione del tasso di inflazione in altri paesi. Siffatta interpretazione è una variante della ormai nota teoria dei circoli "viziosi" e "virtuosi" tra tassi di cambio e inflazione. Essa può essere illustrata con l'aiuto del grafico seguente in cui, ad intervalli semestrali, i dati di ciascun paese sono espressi in relazione a quelli degli Stati Uniti. Sull'ascissa sono riportati i tassi (misurati su dodici mesi) di apprezzamento o deprezzamento rispetto al dollaro USA e sull'ordinata i tassi differenziali di aumento (su dodici mesi) dei prezzi al consumo nel paese in questione rispetto agli Stati Uniti. Siffatto raffronto sembra giustificato ove si consideri che la ripresa dell'inflazione è stata un fenomeno prevalentemente statunitense, che le recenti variazioni nei tassi di cambio sono avvenute soprattutto in rapporto al dollaro e che su tali variazioni hanno influito fattori "esogeni", quali le aspettative e il grado di fiducia. Un'altra ragione, infine, è che i prezzi di talune materie prime a mercato internazionale, in particolare del petrolio, sono quotati in dollari.

Dalla metà circa del 1976 i paesi considerati hanno registrato rispetto agli Stati Uniti un sensibile miglioramento nei tassi di cambio, cui ha fatto seguito dopo un certo intervallo di tempo anche un miglioramento negli andamenti relativi dei prezzi. Praticamente in tutti i paesi riportati nel grafico la sequenza degli eventi, rispecchiata nella tendenza dei punti di osservazione a muoversi in senso orario, è consistita all'inizio in un apprezzamento o in un calo del tasso di deprezzamento, seguito da una graduale tendenza favorevole dei prezzi relativi, in concomitanza con un'ulteriore rivalutazione del tasso di cambio. Per gli Stati Uniti, la sequenza

**Differenziali di inflazione e movimenti del tasso di cambio:  
raffronto rispetto agli Stati Uniti.<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Variazioni percentuali su dodici mesi, rappresentate ad intervalli semestrali dalla fine del 1972 alla fine del 1978. <sup>2</sup> Un valore positivo corrisponde ad un più elevato tasso di inflazione rispetto agli Stati Uniti.

è stata esattamente opposta, e cioè un iniziale deprezzamento del dollaro seguito da un progressivo deterioramento nell'evoluzione dei prezzi e da un'ulteriore perdita di valore esterno.

Il processo di interazione tra tassi di cambio e prezzi, una volta avviato, non incontra necessariamente limiti di equilibrio, anche se l'esperienza svizzera ha indicato che in media i prezzi al consumo difficilmente diminuiscono in termini assoluti. In altre parole, fintantoché le autorità monetarie sono disposte ad assecondare il processo, è possibile che i tassi di inflazione divergano sempre più. In pratica, tuttavia, vi è un punto in cui le autorità si sentono costrette ad intervenire per interrompere il processo, variando il grado di intensità dello stimolo monetario. La responsabilità dell'aggiustamento ricade, nella maggioranza dei casi, soprattutto sul paese coinvolto nel circolo vizioso di deprezzamento e inflazione. Nel Regno Unito, ad esempio, l'andamento dei prezzi relativi si è notevolmente deteriorato nel biennio 1974-75 e, come mostra il grafico, il movimento in senso anti-orario culminato nel forte deprezzamento del 1976 è un esempio di circolo vizioso in atto. Le misure di stabilizzazione adottate dal Regno Unito alla fine del 1976 ed ai primi del 1977, basate in parte sulla politica dei redditi e su un sostegno finanziario internazionale, hanno contribuito per un certo tempo a volgere il ciclo da vizioso a virtuoso. Analogamente, l'Italia ha sperimentato due cicli completi in entrambi i sensi, nel corso dei quali il comportamento dei prezzi interni ha talora guidato e talora seguito quello dei tassi di cambio. Per contro, Germania, Svizzera e Giappone, intervenendo lo scorso anno per prevenire un eccessivo apprezzamento delle loro monete, hanno dovuto adottare politiche monetarie più espansive e quindi accettare un maggiore rischio di inflazione.

E' indubbiamente vero che il differenziale di inflazione e la variazione del tasso di cambio reagiscono entrambi con prontezza alle differenze relative nell'andamento delle economie e negli indirizzi di politica economica. Tuttavia, dato che i tassi di cambio sono altamente sensibili alle variazioni delle aspettative, del grado relativo di fiducia, delle scelte di portafoglio e delle valutazioni dei rischi, i loro movimenti possono talora, ed in determinate circostanze, evolversi in modo autonomo. Ciò può dar luogo a spostamenti abnormi, nel senso che i tassi si muovono più di quanto sembri giustificato in base ai differenziali di inflazione attuali o prevedibili. Nella misura in cui questo fenomeno si verifica, i tassi di cambio stessi possono amplificare i differenziali di inflazione attraverso il loro effetto immediato sui prezzi dei beni oggetto di scambi internazionali. Il risultato finale è stato che nel breve periodo i tassi interni di inflazione hanno reagito con grande sensibilità alle condizioni monetarie relative, ma in direzione opposta rispetto a quella osservata in regime di tassi stabili o fissi.

Alla fine del 1978, come mostra il grafico, diversi paesi si trovavano in posizione di notevole forza rispetto agli Stati Uniti. In Giappone, Svizzera e, nell'ambito del "serpente" europeo, in Germania, Belgio e Paesi Bassi, l'apprezzamento delle rispettive monete rispetto al dollaro USA si situava tra circa il 15 e il 25 %, ed il vantaggio relativo in termini di inflazione tra il 5 e l'8 %. Come era prevedibile, nel caso del Belgio e dei Paesi Bassi la configurazione tassi di cambio-prezzi è stata molto simile a quella relativa alla Germania, dimostrando in tal modo che una piccola economia aperta può potenziare gli sforzi antinflazionistici ancorando il proprio tasso di cambio a quello di un paese a moneta forte. Va aggiunto che nelle loro

politiche economiche tutti questi paesi hanno dato priorità al controllo dell'inflazione, esitando per contro ad introdurre provvedimenti specificamente intesi a ripristinare elevati tassi di sviluppo.

In Francia, la configurazione inflazione-tasso di cambio ha rivelato talune analogie con quella dei paesi del "serpente", pur presentando un tasso di inflazione generalmente più elevato e differenze connesse alla discontinua partecipazione francese al "serpente". La Francia infatti si è ritirata dal sistema durante il periodo dal gennaio 1974 al luglio 1975 e lo ha nuovamente abbandonato dal marzo del 1976.

Analogamente alla Francia, il Regno Unito e l'Italia hanno registrato elevati tassi di inflazione interna. Anche se in tali paesi il recente apprezzamento della moneta rispetto al dollaro ha portato ad un miglioramento nel decorso dell'inflazione, in Francia e nel Regno Unito il tasso annuo di crescita dei prezzi al consumo si sta aggirando intorno al 10%; in Italia esso è prossimo al 14%. In questi paesi le aspettative inflazionistiche sono ancora profondamente radicate ed i sistemi di indicizzazione, istituzionali o di fatto, hanno contribuito a perpetuare il processo inflazionistico.

Pur se allettante, sarebbe tuttavia rischioso trarre conclusioni circa la stabilità dei rapporti di cambio e dei differenziali di inflazione formatisi nel corso degli ultimi due o tre anni. Da un lato, sembrerebbe che l'apprezzamento di varie monete rispetto al dollaro USA sia arrivato, verso la fine del 1978, a livelli assai superiori a quelli che la considerazione delle sole parità in termini di potere d'acquisto avrebbe giustificato. D'altro lato, sono mutati i fattori che incidono sulla fiducia, come dimostra la tendenza ad una diversificazione delle monete, e possono essere anche cambiati gli atteggiamenti delle autorità nei confronti della gestione del tasso di cambio. Inoltre, con l'avvio dello SME, è stata varata una nuova iniziativa per allargare l'area europea di stabilità valutaria. In considerazione del maggior interesse che molti paesi — compresi gli Stati Uniti — hanno ora a ridurre la variabilità inattesa dei tassi di cambio, si può al massimo ritenere che le fluttuazioni dei tassi di cambio diminuiscano. *Ceteris paribus*, ciò implica la tendenza ad una maggiore convergenza dei tassi di inflazione, mettendo nuovamente a cimento le politiche economiche di quei paesi che hanno sensibilmente ridotto l'inflazione attraverso l'apprezzamento della moneta.

### **Salari, prezzi, produttività e disoccupazione.**

Nei precedenti paragrafi si è parlato diffusamente del ruolo che i movimenti del tasso di cambio svolgono nel favorire od ostacolare gli sforzi compiuti nei vari paesi per porre sotto controllo l'inflazione. Si tratta comunque di un processo complicato, in quanto esso dipende in ampia misura dal modo in cui il meccanismo costituito da prezzi interni e salari risponde agli impulsi, favorevoli o avversi, provenienti dall'estero. E questo ovviamente è uno soltanto dei molti fattori che concorrono a spiegare le differenze tra i vari paesi nell'andamento dell'inflazione.

Negli ultimi due anni sono stati soprattutto i paesi che hanno beneficiato dell'apprezzamento delle loro monete ad aver avuto successo nel ridurre i tassi di inflazione ad un livello soddisfacentemente basso. La tabella che segue evidenzia che questi stessi paesi — Giappone, Germania, Austria, Belgio, Paesi Bassi e Svizzera — sono anche riusciti a ridurre, o a mantenere ad un livello modesto, l'aumento nominale

delle retribuzioni di fatto o dei minimi contrattuali nell'industria. In tutti questi paesi inoltre, le retribuzioni reali, depurate del tasso di inflazione, hanno manifestato modesti incrementi.

Retribuzioni nominali e reali nell'industria.

Paesi	Retribuzioni nominali*					Retribuzioni reali				
	1974	1975	1976	1977	1978	1974	1975	1976	1977	1978
variazioni percentuali da dicembre a dicembre										
Stati Uniti . . .	8,6	6,1	7,7	7,4	9,3	-3,2	-0,6	2,8	0,6	0,3
Canada . . . .	16,6	13,4	12,7	9,6	6,8	3,6	3,6	6,5	0,1	-1,5
Giappone . . .	25,6	14,5	11,2	9,3	7,0	3,0	6,3	0,7	4,3	3,4
Germania . . .	16,4	5,9	7,2	9,3	5,7	9,9	0,5	3,2	5,6	3,2
Francia . . . .	20,3	14,8	15,1	12,1	12,6	4,4	4,7	4,7	2,8	2,6
Italia . . . . .	24,0	20,2	28,7	22,9	16,1	-1,0	6,2	5,7	7,0	3,8
Regno Unito .	27,6	20,7	12,3	11,2	15,0	7,0	-3,4	-2,4	-0,8	6,1
Austria . . . .	15,3	10,4	7,2	4,4	4,7	5,1	3,4	0,0	0,2	1,0
Belgio . . . . .	24,4	16,2	9,5	8,7	6,3	7,5	4,7	1,8	2,3	2,3
Danimarca . . .	22,0	13,9	11,4	10,2	9,7	5,6	3,9	-1,5	-1,8	2,4
Finlandia . . .	24,6	17,2	14,0	7,9	5,7	6,6	-0,8	1,5	-3,6	-0,2
Paesi Bassi . .	17,1	13,1	8,4	6,5	5,0	5,6	3,7	-0,1	1,2	1,1
Spagna . . . . .	31,3	26,5	29,8	27,0	26,1	11,4	10,9	8,3	0,5	8,2
Svezia . . . . .	13,7	18,7	11,0	8,9	6,1	1,9	9,0	1,3	-3,4	-1,2
Svizzera . . . .	13,2	6,2	1,1	2,1	3,7	5,2	2,7	-0,2	1,0	2,9

\* Retribuzioni mensili, settimanali od orarie, esclusi i dati in corsivo che si riferiscono a salari minimi contrattuali.

Anche altri paesi sono riusciti però a condurre i propri tassi di inflazione a livelli sensibilmente inferiori, spesso persino in presenza di un deprezzamento del tasso di cambio. In questo gruppo rientrano Svezia, Norvegia, Finlandia e Danimarca, i cui tassi di inflazione agli inizi del 1979 erano compresi fra circa il 5 e il 7%. Anche nei paesi di questo gruppo si può osservare un crescente contenimento degli incrementi salariali nominali e in taluni casi (in particolare nel 1978 per quanto concerne Canada, Danimarca, Finlandia e Svezia) si è avuto un aumento solo modesto o una riduzione dei salari reali. Pertanto questi paesi, in parte nel contesto di programmi di stabilizzazione della moneta, sono riusciti a frenare la spirale inflazionistica nonostante le sfavorevoli condizioni sul fronte esterno. Un esempio di tipo opposto è naturalmente offerto dagli Stati Uniti, dove nel 1978 le retribuzioni nominali sono aumentate più rapidamente sull'onda della precedente accelerazione dell'inflazione e del deprezzamento del dollaro.

Un terzo gruppo è costituito da quei paesi, come Francia, Italia e Regno Unito, il cui tasso di inflazione è recentemente salito portandosi a livelli del 10% ed oltre. Ciascuno di questi paesi, va aggiunto, ha tratto notevole vantaggio dalla solidità del tasso di cambio rispetto al dollaro USA durante gli ultimi uno o due anni. Nel 1978 però gli aumenti nominali delle retribuzioni o dei salari minimi contrattuali, come mostra la tabella precedente, si sono situati tra il 13 e il 16%. In Francia e in Italia il rilevante miglioramento delle retribuzioni reali durante gli anni Settanta ha probabilmente comportato una sensibile erosione dei profitti delle imprese.

Nel Regno Unito i progressi precedentemente compiuti nel ridurre l'inflazione attraverso una politica dei redditi che ha implicato una graduale riduzione del reddito reale, sono stati arrestati dal brusco aumento delle retribuzioni reali nello scorso anno.

Più in generale, è possibile che negli anni recenti gli elevati tassi di disoccupazione e la situazione di debolezza sul mercato del lavoro abbiano esercitato in molti paesi una pressione al ribasso sui prezzi e sui salari. Ma in che misura ciò sia avvenuto è questione controversa. Nella maggior parte dei paesi i tassi di disoccupazione registrati lo scorso anno hanno continuato ad essere molto elevati rispetto ai parametri del passato. Pur essendo notevolmente diminuita negli Stati Uniti, ed in certa misura anche in Germania e in Canada, la disoccupazione è ulteriormente aumentata in paesi quali il Belgio, la Francia e l'Italia.

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

Paesi	1957-73 tasso annuo		1975 dicembre	1976 dicembre	1977 dicembre	1978		1979 aprile
	massimo	medio				giugno	dicembre	
	valori percentuali							
Stati Uniti . .	6,8	5,0	8,2	7,7	6,3	5,8	5,9	5,8
Canada . . .	7,1	5,5	7,0	7,5	8,5	8,5	8,1	7,9
Giappone . .	1,5	1,1	2,0	1,7	2,1	2,4	2,3	2,1 <sup>2</sup>
Germania . .	3,7	1,4	4,9	4,4	4,5	4,4	4,1	3,9
Francia . . .	2,7	1,6	4,2	4,3	5,2	5,2	5,8	6,0 <sup>2</sup>
Regno Unito .	3,8	2,2	5,0	5,6	6,0	5,7	5,5	5,5
Italia <sup>3</sup> . . . .	8,2	4,0	3,5	6,8	7,1	7,1	7,4	7,4 <sup>4</sup>
Belgio . . . .	6,3	3,7	8,7	9,8	11,0	9,9	11,1	11,0 <sup>2</sup>
Paesi Bassi .	2,7	1,5	5,5	5,2	5,1	5,1	5,3	5,1 <sup>2</sup>
Svezia . . . .	2,5	1,5	1,6	1,5	1,8	2,1	2,1	2,0
Svizzera . . .	0,0	0,0	0,9	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4

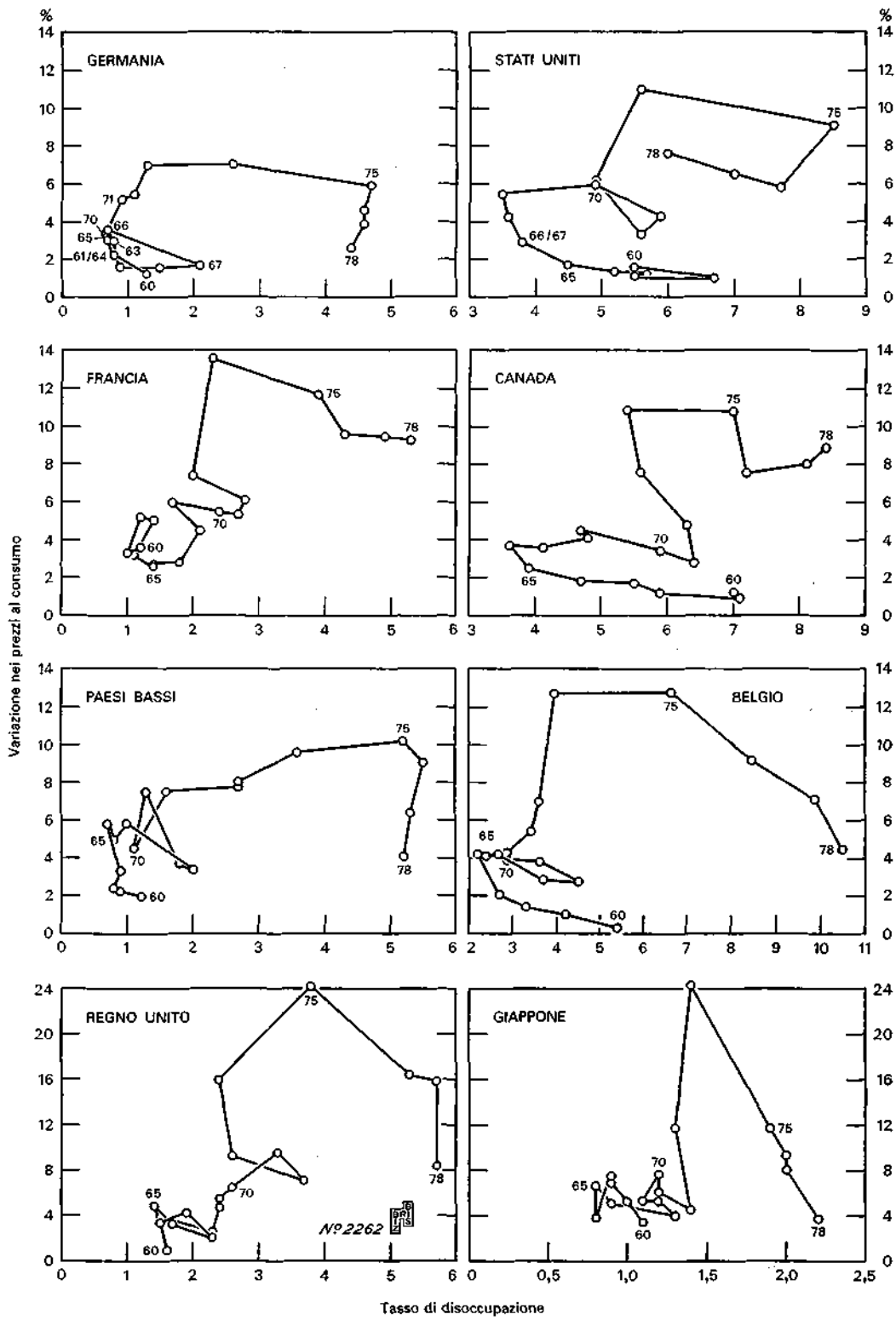
<sup>1</sup> In percentuale delle forze di lavoro civili (in Belgio le forze di lavoro coperte da assicurazione sociale). Serie destagionalizzate, eccetto per Belgio, Svezia e Svizzera. <sup>2</sup> Marzo. <sup>3</sup> Nuova serie decorrente dal dicembre 1976. <sup>4</sup> Febbraio.

A questo proposito, un importante problema di politica economica è costituito dalla connessione tra disoccupazione e inflazione. In termini generali questa correlazione implica che, nel formulare le politiche di gestione della domanda, le autorità debbano ricercare un compromesso tra due obiettivi entrambi desiderati: un calo della disoccupazione può essere ottenuto solo a costo di una più elevata inflazione, mentre la riduzione dell'inflazione è possibile solo a prezzo di una maggiore disoccupazione. Questo tipo di correlazione, come risulta dal grafico, sembra esistesse in vari paesi durante gli anni Sessanta; ma da allora, ed in particolare dalla crisi del petrolio del 1973-74, si è dovuto generalmente far fronte sia ad una rapida inflazione sia ad una forte disoccupazione.



# Disoccupazione e prezzi al consumo, 1960-78.

Medie annue.



Come evidenzia il grafico, dopo il 1975, quando la recessione era al punto più basso, i tassi di inflazione sono generalmente calati, ed in taluni casi in misura notevole. Un aspetto interessante è che nei paesi le cui monete si sono apprezzate in termini di dollari — Germania, Svizzera, Giappone, Paesi Bassi e, più recentemente, Regno Unito — i tassi di inflazione sono calati rapidamente, con modeste o irrilevanti variazioni nel livello di disoccupazione. Si poteva supporre che un brusco calo del tasso di inflazione fosse accompagnato da una certa anelasticità relativa dei salari. Ciò avrebbe comportato più elevate retribuzioni reali e avrebbe forse potuto frenare la domanda di lavoro, determinando quindi una più elevata disoccupazione. Tuttavia, come dianzi osservato, nei paesi con moneta in apprezzamento gli adeguamenti salariali si sono mantenuti sostanzialmente in linea con i movimenti dei prezzi e hanno potuto essere per lo più evitati aumenti temporanei della disoccupazione. In Francia e in Belgio il calo dell'inflazione è stato accompagnato da un cospicuo aggravamento della disoccupazione, ma questo fenomeno potrebbe in parte rispecchiare le difficoltà strutturali incontrate in alcuni settori, come quelli delle industrie siderurgiche e tessili.

La correlazione tra inflazione e disoccupazione è forse cambiata in modo sostanziale rispetto al passato? Si può ora affermare che l'inflazione sia essa stessa una causa della disoccupazione? Alcuni aspetti di questo importante problema sono stati analizzati nelle precedenti Relazioni annuali. Qui basti rilevare che in tutti i paesi le autorità desiderano ridurre la disoccupazione ad un livello minimo nel lungo periodo, ma hanno opinioni assai differenti circa il modo di realizzare questo obiettivo. Un esempio di approccio coerente con l'ipotesi della correlazione inversa tra inflazione e disoccupazione è dato dalla politica espansiva degli Stati Uniti negli ultimi due o tre anni. Di fatto la disoccupazione è stata fortemente ridotta, ma il costo in termini di inflazione è risultato molto maggiore di quanto previsto. Un altro approccio, adottato in Germania e in Giappone, si basa sull'assunto che il contenimento dell'inflazione sia il presupposto per il ritorno ad uno sviluppo duraturo di lungo periodo.

L'esperienza degli anni recenti, comprese le conseguenze inflazionistiche della ripresa negli Stati Uniti, ha contribuito se non altro a sottolineare la necessità di politiche economiche improntate ad una certa prudenza nel perseguire l'espansione. Una delle ragioni è dovuta al fatto che negli anni Settanta i fattori strutturali si sono fatti sentire pesantemente sia nell'apparato produttivo sia nel mercato del lavoro. Un'altra ragione è che, data l'accresciuta sensitività delle aspettative allo stato dell'economia, sui mercati dei beni, del lavoro e dei capitali gli operatori tendono ora a reagire a politiche discrezionali di stimolo mediante comportamenti che attivano rapidamente l'inflazione. In altre parole, negli ultimi anni le aspettative degli operatori privati circa il comportamento dei prezzi sono diventate sempre più sensibili ai cambiamenti nelle politiche di gestione della domanda, e in certa misura sembra che ciò abbia ridotto la prevedibilità delle reazioni del mercato privato.

Per quanto riguarda il primo punto, va notato che le misure globali della disoccupazione non sembrano più offrire una valida indicazione della situazione economica generale. In molti paesi le autorità ritengono che esse comprendano un'ampia quota di disoccupazione strutturale, non suscettibile di essere ridotta attraverso una politica tradizionale di stimolo della domanda. In alcuni paesi, problemi di struttura sono emersi in determinati settori industriali che hanno risentito del rapido sviluppo della concorrenza da parte di nuovi paesi produttori, e in industrie più tradizionali

sulle quali ha influito un problema generale di sovrapproduzione. Siffatti problemi, che appaiono evidenti nei settori siderurgico, cantieristico, tessile ed elettronico, sono stati spesso acuiti da difficoltà locali originate dalla scarsa mobilità delle forze di lavoro. In molti paesi le specializzazioni richieste non hanno coinciso con quelle della manodopera in cerca di occupazione e particolari difficoltà si sono incontrate nel ridurre la disoccupazione nelle categorie dei giovani e delle donne. Tra il 1973 e il 1977, ad esempio, la percentuale di giovani al disotto dei 25 anni sul totale dei disoccupati è aumentata notevolmente nel Regno Unito (dal 25 al 46%), in Belgio (dal 22 al 34%), nei Paesi Bassi (dal 29 al 37%) e in Germania (dal 23 al 29%), mentre si è mantenuta strutturalmente elevata (tra il 40 e il 60%) negli Stati Uniti, in Canada, in Francia, in Italia e in Svezia. Anche la percentuale della disoccupazione femminile è aumentata sensibilmente in paesi come il Canada, l'Italia e il Regno Unito. Inoltre nell'Europa occidentale — in evidente contrasto con gli Stati Uniti — le imprese sono sembrate riluttanti ad assumere manodopera a causa del rigido impegno che ciò implica in termini di garanzia del posto di lavoro, indipendentemente dalla situazione economica. Infine in taluni casi i tassi di disoccupazione possono essere stati alquanto gonfiati per effetto dei sistemi di assicurazione contro la disoccupazione.

Per quanto riguarda il secondo punto, le principali difficoltà si sono incontrate nell'ambito della relazione tra prezzi e costi. Le autorità dei vari paesi non considerano ovviamente la disoccupazione come uno strumento per combattere l'inflazione; il problema è piuttosto che esse non trovano il modo di stimolare la domanda senza mettere contemporaneamente in moto una nuova spirale inflazionistica prezzi-salari. Alcuni paesi hanno cercato di superare questa difficoltà facendo ricorso a una qualche forma di politica dei redditi, ma i loro tentativi hanno avuto risultati contrastanti. Nel caso più recente — quello degli Stati Uniti — l'impiego di direttive non cogenti in materia di prezzi e salari sembra aver incontrato difficoltà, e l'esito di siffatta politica è ancora incerto. Nel Regno Unito sono stati ottenuti buoni risultati attraverso le politiche dei redditi attuate tra il 1975 e il 1978, ma quel che è avvenuto dopo l'estate scorsa mostra quanto sia difficile mantenere le basi di tale politica pur passando con una certa flessibilità a nuovi schemi retributivi. Nell'esperienza recente, il maggiore successo è stato forse conseguito da quei paesi che sono stati in grado di perseguire una decisa strategia antinflazionistica. In taluni di questi paesi — Germania e Giappone — ne sono ancora una volta un esempio — sembra che le autorità abbiano agito nel senso di sollecitare le parti contraenti a procedere sulla base di aggregati reali anziché nominali.

Qual è dunque il meccanismo che dovrebbe consentire a caute politiche di gestione della domanda di condurre infine ad una ripresa dello sviluppo? Nei paesi che hanno seguito questa via, l'ipotesi di base sembra sia stata quella di una graduale riduzione delle aspettative inflazionistiche e del ripristino di un soddisfacente rapporto tra costi e prezzi. Ne trarrebbe così vantaggio la redditività, con un conseguente aumento della spesa per investimenti fissi. Ovviamente non vi può essere la certezza che una tale strategia abbia successo. Ma in generale pare che lo scorso anno, in diversi paesi, non ultimi la Germania e il Giappone, essa abbia appunto operato nel modo descritto. Vi è stato inoltre l'apporto di un fattore, in larga misura impreveduto e forse transitorio, costituito dal vantaggio nelle ragioni di scambio derivante dall'apprezzamento del tasso di cambio. Ad un'analisi più approfondita il problema si pone in termini di andamento delle retribuzioni in rapporto alla produttività del lavoro.

### Occupazione e produttività del lavoro.

Paesi	Occupazione complessiva <sup>1</sup>					Produttività del lavoro <sup>2</sup>				
	1974	1975	1976	1977	1978	1974	1975	1976	1977	1978
	medie annue, variazioni percentuali									
Stati Uniti. Sistema economico	1,6	-1,3	3,1	3,4	4,1	-2,9	0,2	2,4	1,4	-0,2
Industria manifatturiera	-0,1	-8,6	3,7	3,4	3,5	1,5	1,0	4,7	1,6	2,4
Canada. Sistema economico	4,3	0,9	2,1	1,8	3,3	-0,7	0,5	3,4	0,8	0,1
Industria manifatturiera	3,0	-5,6	1,4	-1,4	1,0	1,9	1,0	3,4	5,5	3,6
Giappone. Sistema economico	-0,4	-0,3	0,9	1,4	1,2	-0,1	1,7	5,5	4,1	4,3
Industria manifatturiera	-0,5	-5,4	-2,7	-1,8	-3,0	1,3	-3,1	10,3	5,7	8,8
Regno Unito. Sistema economico	0,4	-0,5	-0,7	0,5	0,1	-2,1	-1,2	4,3	0,8	3,2
Industria manifatturiera	0,6	-4,9	-3,2	1,5	-0,6	-1,4	1,1	5,3	-0,6	4,4
Francia. Sistema economico	0,8	-1,9	0,6	0,8	0,6	2,0	2,2	4,0	2,2	2,2
Industria manifatturiera	-2,6	-1,1	-1,1	0,8	-2,0	6,7	-5,1	11,2	3,5	4,9
Germania. Sistema economico	-1,9	-3,4	-0,9	-0,2	0,6	2,3	1,5	6,0	3,0	2,5
Industria manifatturiera	-2,6	-6,7	-2,4	-0,8	-0,6	3,0	4,9	8,7	2,6	2,8
Italia. Sistema economico	2,2	0,6	0,6	1,0	0,4	2,0	-4,0	5,1	0,7	1,9
Industria manifatturiera	2,9	0,2	-1,2	-5,8	-1,0	0,9	-3,9	6,8	5,7	3,0

<sup>1</sup> Per Francia e Italia, esclusi i militari. <sup>2</sup> I dati dell'industria manifatturiera sono rettificati sulla base delle ore lavorate.

Come rilevato nel Capitolo II, negli ultimi anni gli incrementi di produttività del lavoro a livello dell'intera economia sono stati deludentemente bassi in diversi paesi. Negli Stati Uniti ed in Canada, per esempio, dal 1973 la produttività globale del lavoro ha registrato in media progressi pressoché insignificanti, mentre si sono avuti aumenti insolitamente forti nell'occupazione complessiva. In altri paesi, segnatamente in Francia, in Germania e in Giappone, il miglioramento della produttività globale è stato più accentuato, anche se l'aumento delle forze di lavoro occupate è stato molto minore. Tuttavia, se si considera la produttività del lavoro nel solo settore manifatturiero, tenendo conto delle rettifiche in base alle ore lavorate, il quadro cambia notevolmente. In questo settore gli incrementi di produttività del lavoro appaiono in genere più elevati, ed in taluni casi in misura rilevante; essi si sono generalmente accompagnati a forti spostamenti relativi delle forze di lavoro dal settore manifatturiero ad altri settori, in particolare ai servizi. In mancanza di indici dei prezzi dei prodotti manufatti adeguatamente comparabili con questi dati, è difficile dare un giudizio preciso circa gli effetti in termini di redditività. Tuttavia, un mero raffronto con le variazioni delle retribuzioni reali nell'industria (cioè delle retribuzioni nominali depurate dell'aumento dei prezzi al consumo) dà la netta impressione che lo scorso anno la redditività nel settore industriale si sia mantenuta a buoni livelli o sia migliorata in molti paesi, apparentemente ad eccezione dell'Italia e del Regno Unito.

#### Alcune implicazioni degli sviluppi recenti.

Gli avvenimenti prodottisi negli ultimi due anni hanno contribuito ad un maggiore chiarimento del processo inflazionistico, del suo meccanismo di trasmissione internazionale, nonché del problema del coordinamento delle politiche economiche tra i paesi.

A livello nazionale, l'esperienza degli Stati Uniti è stata particolarmente illuminante. Come hanno dimostrato gli eventi, non è possibile che un paese, specie se si tratta di un'importante nazione a moneta di riserva, faccia affidamento sui tassi di cambio flessibili per perseguire autonome politiche interne senza produrre sfavorevoli ripercussioni esterne. Negli Stati Uniti la relativa solidità della domanda interna, insieme alla recrudescenza dell'inflazione di natura endogena, ha contribuito, attraverso la flessione del dollaro, a scatenare forti effetti inflazionistici di ritorno in un'economia già surriscaldata. Di conseguenza, nonostante i rilevanti vantaggi inerenti al precedente ruolo di "locomotiva", l'economia degli Stati Uniti non sembra più in grado di sostenere un livello della domanda interna notevolmente superiore a quello esistente negli altri paesi. Se questa sia un'intrinseca debolezza del sistema dei tassi di cambio flessibili non appare ancora chiaro. L'esito dipenderà dalla capacità di altri importanti paesi industriali di proseguire nel loro sviluppo economico in maniera più autonoma di quanto sia avvenuto in passato.

E' stato peraltro incoraggiante osservare come i paesi che hanno seguito prudenti politiche espansive siano stati in grado di ridurre ulteriormente l'inflazione e, si spera, anche le aspettative inflazionistiche. E' pur vero che i maggiori successi su questo fronte sono stati conseguiti dai paesi con monete in apprezzamento; tuttavia i vantaggi in termini di prezzi interni che si possono ricavare dall'apprezzamento non vanno a favore di tutti i paesi, né di un solo paese indefinitamente. Un aspetto interessante è che sono stati proprio gli Stati Uniti, con il passaggio a più elevati tassi di inflazione e con un disavanzo con l'estero, a rendere più facile ad altri paesi la riduzione dei tassi di inflazione mediante l'apprezzamento delle rispettive monete. Ma, così come i tassi di cambio, anche i differenziali di inflazione possono riflettere reazioni abnormi. In effetti, la maggiore stabilità dei tassi di cambio osservata dalla fine del 1978 farà affiorare la tendenza di fondo dei prezzi nei paesi a moneta forte.

Sarebbe tuttavia errato presumere una relazione troppo stretta tra dinamica dei prezzi e movimenti dei tassi di cambio. Innanzitutto, diversi altri paesi, quali Finlandia, Norvegia e Svezia, hanno compiuto notevoli progressi nella lotta contro l'inflazione, pur accusando talora un certo deprezzamento del valore esterno della moneta. In secondo luogo, l'apprezzamento comporta miglioramenti solo temporanei sul fronte dei prezzi, a meno che i vantaggi in termini di prezzi non possano tradursi anche in un andamento più contenuto dei salari di fatto. A questo riguardo diversi paesi, con moneta in apprezzamento o meno, sono riusciti a ridurre sia l'inflazione sia il tasso d'incremento delle retribuzioni nominali. A ciò può aver contribuito, oltre alla debole offerta di lavoro, anche il costante sforzo delle autorità nell'incoraggiare congrui accordi salariali. Il maggior insuccesso si è avuto nel Regno Unito, ma anche in Francia ed in Italia gli incrementi delle retribuzioni nominali si sono mantenuti a livelli ostinatamente alti.

Un ulteriore aspetto è che sensibili meccanismi di reazione sono in un certo senso incorporati nella struttura prezzi-salari, in forma sia di sistemi di indicizzazione, istituzionali o di fatto, sia di comportamenti cautelativi basati sull'esperienza precedente. Come l'andamento dei salari si è adeguato con notevole flessibilità al decrescente tasso di inflazione, analogamente potrebbe mettersi rapidamente in moto un processo in direzione opposta nel caso in cui l'inflazione tornasse ad accelerarsi. Più elevati tassi di inflazione potrebbero anche esasperare le esistenti sperequazioni retributive e quindi provocare rivendicazioni salariali più spinte. Inoltre, la dinamica

del moderno processo inflazionistico è tale per cui è molto difficile frenarne il ritmo in modo accettabile e duraturo, in un arco di tempo ragionevolmente breve. Ancora una volta, l'esperienza degli Stati Uniti di questi ultimi due anni sembra confermare tutti i precedenti timori a questo riguardo. Non sorprende quindi che in molti paesi le autorità siano altamente sensibili ad ogni recrudescenza dell'inflazione e pronte a reagire senza indugi. Tale sensibilità può essere particolarmente acuta nei paesi in cui un rapido calo dell'inflazione è stato conseguito con l'aiuto dell'apprezzamento della moneta e dove quindi si teme il riemergere di un più elevato tasso di inflazione latente.

L'esperienza recente sembra anche convalidare le tesi che hanno posto in crescente rilievo i problemi "dal lato dell'offerta". Per una serie di fattori strutturali, sembrerebbe che l'eccesso di capacità produttiva e la disoccupazione effettiva siano notevolmente inferiori rispetto a ciò che appare sulla base degli aggregati statistici convenzionali. Tra questi fattori vanno menzionate le variazioni dei prezzi relativi (in particolare per le fonti di energia) le basse quote di investimenti fissi negli anni Settanta e la scarsa mobilità del lavoro, legata in parte al più lento sviluppo economico. Inoltre, a causa delle incertezze relative al rapporto tra prezzi e costi ed in taluni casi per effetto dell'elevato livello dei salari reali, le imprese sono state riluttanti ad assumere manodopera addizionale. Va inoltre ricordato che il prolungato periodo di alta inflazione ha creato le proprie distorsioni e che una fase protratta di decelerazione dei prezzi, per quanto graduale, ha contribuito a porle in evidenza.

A livello internazionale, sembra che fenomeni di inelasticità nell'offerta abbiano rappresentato nella presente situazione un importante vincolo. Come si è visto in precedenza, il nuovo rilancio della domanda e della produzione in atto nell'Europa occidentale dall'estate scorsa, combinandosi con una domanda tuttora in aumento nell'America del Nord ed in Giappone, sembra aver contribuito al forte rialzo segnato da allora in poi dai prezzi internazionali delle materie prime ed anche al rincaro del petrolio. E' possibile che un cambiamento nelle condizioni della domanda globale, quale potrebbe derivare da un rallentamento dell'attività economica negli Stati Uniti, venga a modificare questo quadro, ma le implicazioni di ordine più generale non sono favorevoli. Sembrerebbe che i paesi industriali non abbiano più la possibilità di perseguire nel loro insieme elevati tassi di sviluppo senza provocare un sostanziale aumento dei prezzi delle materie prime a mercato internazionale.

Per ragioni sia internazionali sia interne, è possibile quindi che il mondo industriale debba accontentarsi di tassi di sviluppo più modesti di quelli a cui era abituato in passato. Inoltre, per evitare oscillazioni dirompenti dei tassi di cambio, questi ritmi di sviluppo — o, più precisamente, i livelli della pressione della domanda e di impiego della capacità produttiva — dovrebbero essere più uniformi di quanto lo siano stati recentemente. Infine, i paesi dovrebbero perseguire energicamente politiche "dal lato dell'offerta" intese ad incoraggiare gli investimenti, ad accrescere la mobilità del lavoro e ad eliminare gli squilibri strutturali.

#### IV. LA MONETA ED IL CREDITO. ANDAMENTI E POLITICHE A LIVELLO NAZIONALE.

Lo scorso anno l'evoluzione degli aggregati monetari e finanziari nei paesi industriali ha recato l'impronta dei differenti andamenti congiunturali di cui si è trattato nei precedenti capitoli. Nella maggior parte dei paesi l'obiettivo a medio termine della politica monetaria è rimasto quello di moderare l'inflazione, riducendo gradualmente i tassi di espansione monetaria e/o sostenendo la propria moneta sui mercati dei cambi. Tuttavia, nel caso degli Stati Uniti la politica monetaria ha assecondato una rapida crescita del credito totale ed una forte ripresa economica. Il dollaro ha conseguentemente subito una netta flessione e per un certo numero di paesi il corrispondente apprezzamento delle proprie monete ha finito per costituire una minaccia reale nei confronti dell'ancora incerto rilancio economico. Nel contesto di interventi su larga scala sul mercato dei cambi, l'espansione monetaria si è accelerata in Germania, Giappone e Svizzera.

La situazione si è modificata dopo il mese di novembre, quando un ulteriore forte aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti ha contribuito a rafforzare il dollaro ed a porre i presupposti per una moderata stretta monetaria in molti paesi. Nei primi mesi del 1979 l'accelerarsi dell'inflazione è divenuto il principale oggetto di timori per le autorità monetarie nella maggior parte dei paesi industriali.

##### L'andamento degli aggregati e i problemi di politica monetaria.

*Gli aggregati monetari.* Dall'inizio degli anni Settanta il ritmo dell'espansione monetaria nella maggior parte dei paesi industriali si è smorzato notevolmente. Ciò

Tassi di espansione dell'offerta di moneta.

Paesi	Offerta di moneta in senso stretto (M <sub>1</sub> )						Offerta di moneta in senso lato <sup>1</sup>					
	Medie <sup>2</sup>			Quattro trimestri terminanti nel			Medie <sup>2</sup>			Quattro trimestri terminanti nel		
	1966-69	1970-73	1974-77	1976 IV	1977 IV	1978 IV	1966-69	1970-73	1974-77	1976 IV	1977 IV	1978 IV
	in percentuali											
Stati Uniti . . . . .	5,2	6,5	5,8	5,8	7,9	7,3	7,0	9,6	9,2	10,9	9,8	8,5
Giappone . . . . .	16,0	22,1	10,6	14,6	6,0	12,3	16,5	20,8	12,6	14,2	10,6	12,6
Germania . . . . .	6,4	8,6	10,7	6,4	10,5	13,5	10,6	11,2	9,2	9,7	10,3	11,3
Francia . . . . .	5,1	10,4	11,6	10,7	9,4	11,9	10,7	15,9	15,3	14,2	13,0	12,8
Regno Unito . . . . .	2,8	9,6	15,4	13,5	19,1	15,0	5,6	18,2	8,7	10,6	7,0	13,6
Italia . . . . .	13,9	21,3	16,3	21,6	20,9	25,3	12,7	17,3	20,4	21,6	20,9	23,1
Canada . . . . .	6,8	11,7	9,9	2,5	10,5	11,1	9,8	12,0	14,6	12,7	12,2	12,5
Belgio . . . . .	4,8	10,7	8,5	8,2	9,1	8,8	8,3	12,8	11,0	12,6	8,3	9,7
Paesi Bassi . . . . .	8,0	11,2	12,8	7,2	14,4	3,4	10,1	13,2	12,8	21,3	6,4	5,5
Svezia . . . . .	8,8	10,6	13,3	8,6	11,3	15,2	.	10,1	9,1	6,9	8,1	16,3
Svizzera . . . . .	5,8	9,4	4,5	7,5	5,1	22,5	9,2	8,9	4,1	1,9	6,9	7,7

<sup>1</sup> Per la Germania, M<sub>2</sub>; per il Regno Unito, M<sub>2</sub> in sterline; per gli altri paesi, M<sub>2</sub>. <sup>2</sup> Tassi annui composti di crescita basati sui livelli medi del quarto trimestre.

può essere osservato più chiaramente attraverso l'andamento dei più ampi aggregati monetari che, rispetto agli aggregati ristretti, sono in genere meno soggetti alle fluttuazioni indotte semplicemente da variazioni nei differenziali dei tassi di interesse. Come appare nella tabella seguente, nel periodo 1974-77 il tasso di crescita dell'offerta di moneta in senso lato è stato inferiore a quello degli anni 1970-73 in tutti i paesi industriali, ad eccezione dell'Italia e del Canada.

Questa evoluzione riflette in gran parte il fatto che, in conseguenza della rapida inflazione dell'inizio degli anni Settanta, in vari paesi sono state deliberatamente perseguite come obiettivo di politica economica la stabilizzazione e la riduzione dell'espansione monetaria. Nell'estate del 1978 già otto dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci e la Svizzera avevano adottato e pubblicato linee direttrici o proiezioni di crescita degli aggregati monetari, in genere con lo scopo di contribuire a correggere le aspettative circa l'aumento dei prezzi e di consolidare i progressi già ottenuti nel ridurre il ritmo di inflazione. Sul piano operativo gli obiettivi hanno differito ampiamente da paese a paese, per ragioni di ordine tecnico ed istituzionale. In altri paesi è ancora prevalsa l'opinione che al fine della stabilizzazione fosse maggiormente proficuo porre l'accento sulla manovra dei tassi di interesse e di cambio.

Rispetto ai parametri del passato, l'espansione monetaria era stata particolarmente rapida nei primi anni Settanta, e nel complesso la sua progressione permane tuttora alquanto sostenuta. In molti casi, tuttavia, ciò si accorda sostanzialmente con la tesi che la riduzione della crescita monetaria deve essere graduale, al fine di evitare bruschi contraccolpi all'economia. In certa misura i recenti elevati tassi di espansione monetaria in paesi come Francia, Regno Unito e Canada riflettono questo approccio di tipo gradualistico. Più inquietante è il fatto che negli anni 1976 e 1977 il tasso di espansione monetaria negli Stati Uniti fosse stato di poco inferiore al massimo toccato agli inizi degli anni Settanta, mentre il tasso di crescita dell'offerta di moneta in senso lato in Germania e Giappone si era ridotto in misura notevole. Lo scorso anno, tuttavia, l'evoluzione positiva in tali paesi si è interrotta, soprattutto a causa degli sviluppi sui mercati dei cambi che hanno determinato una nuova accelerazione nella crescita degli aggregati monetari.

Nell'azione tesa ad abbassare la curva di crescita dell'offerta di moneta le autorità dei vari paesi sono state condizionate principalmente da tre considerazioni. Innanzitutto, la volontà di evitare una spinta al rialzo dei tassi di interesse che avrebbe potuto compromettere la ripresa economica interna. Ciò ha originato il noto dilemma che si è posto alle autorità statunitensi fra il 1976 ed il 1978, e che ha poi assunto una certa rilevanza anche nel caso della Germania. In secondo luogo, la riluttanza ad accettare un eccessivo apprezzamento della propria moneta, che avrebbe anch'esso agito nel senso di deprimere l'attività economica interna, principalmente attraverso i suoi effetti sulle esportazioni. Lo scorso anno questo problema si è posto in termini assai acuti in Germania e in Svizzera; ad intervalli esso è tuttavia emerso anche nel Regno Unito. Vi è stata infine la consapevolezza degli ostacoli puramente tecnici, connessi all'istituzione e al perseguimento di obiettivi di controllo monetario. In questo ambito due fra le maggiori difficoltà incontrate lo scorso anno vanno ascritte ai forti spostamenti a livello internazionale nella composizione per valute delle disponibilità liquide e alle reazioni destabilizzanti sui mercati dei titoli di Stato di fronte a scostamenti accidentali o di breve periodo dell'espansione monetaria dalla rotta prefissata.



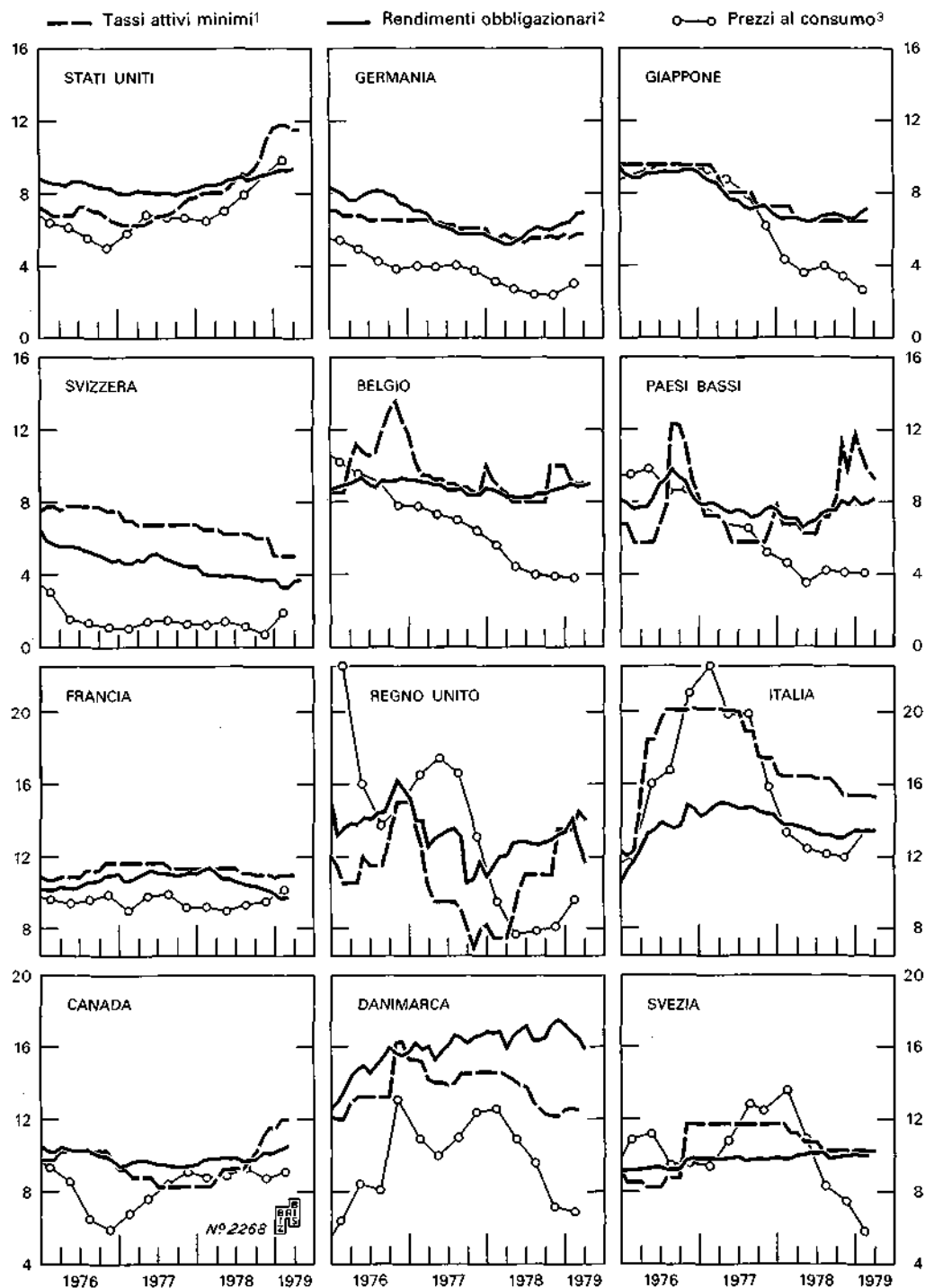
*L'andamento dei tassi di interesse.* Lo scorso anno negli Stati Uniti i tassi di interesse nominali sugli strumenti del mercato monetario ed i tassi attivi minimi praticati dalle banche sono saliti alquanto rapidamente: nel periodo dal marzo 1978 al marzo 1979 questi ultimi sono passati dall'8 all'11,75 %. Per contro, in Germania e in Giappone gli stessi tassi hanno segnato una leggera flessione nella prima parte del 1978, per poi rimanere praticamente stabili fino alla primavera del 1979, allorché in entrambi i paesi è stato incoraggiato un modesto aumento con un rialzo dei saggi di sconto. Sorprende tuttavia che l'innalzamento dei tassi negli Stati Uniti sia avvenuto in gran parte verso la fine del 1978, dopo la flessione del dollaro. Fino ad allora la Federal Reserve aveva cercato di contenere la lievitazione dei tassi di interesse mediante operazioni sul mercato aperto, anche se il tasso d'espansione dell'offerta di moneta definita in senso stretto stava procedendo decisamente al di sopra dell'intervallo di crescita fissato dalle autorità come obiettivo. Inoltre, gli aggiustamenti dei saggi di sconto della Federal Reserve hanno avuto la tendenza a seguire gli aumenti dei tassi di mercato, anziché a guidarli.

Può essere altresì interessante raffrontare, nei vari paesi considerati, i tassi attivi minimi con i corrispondenti tassi di inflazione. Negli Stati Uniti il differenziale positivo fra i tassi minimi ed il tasso di inflazione pare essersi ristretto fino al mese di novembre, mentre nello stesso periodo esso si è accresciuto in Germania e in Giappone. Negli Stati Uniti una tendenza da parte dei tassi di interesse "reali" a rimanere a livelli relativamente bassi è rilevabile altresì nel mercato dei capitali.

In Giappone i rendimenti nominali delle obbligazioni sono leggermente saliti nell'estate e nell'autunno del 1978; in Germania essi sono aumentati di oltre un punto e mezzo dal marzo 1978 al marzo 1979, in misura cioè superiore, in termini assoluti, all'incremento registrato dai rendimenti negli Stati Uniti durante lo stesso periodo. La capacità delle autorità di influenzare in modo diretto questi tassi è presumibilmente limitata, almeno nei paesi con ampi mercati dei capitali, e l'andamento divergente nei rendimenti obbligazionari "reali" può aver semplicemente rispecchiato le aspettative del mercato di una convergenza nel lungo periodo dei tassi di inflazione. Ciò nondimeno sembra improbabile che l'aumento dei rendimenti in Germania sia interamente imputabile a tale fattore. Almeno fino agli inizi del 1979, l'aumento dei rendimenti non può aver rispecchiato del tutto gli intendimenti delle autorità, considerato il loro desiderio di favorire la ripresa economica e di allontanare le pressioni sul marco. Per la maggior parte del 1978 è infatti prevalso un indirizzo abbastanza liberale per quanto riguarda la liquidità bancaria. Tuttavia sui mercati hanno gravato il forte fabbisogno finanziario dello Stato e la ripresa nella domanda di credito da parte del settore privato. In Svizzera i rendimenti obbligazionari si sono mossi al ribasso, pur rimanendo, come in Germania e in Giappone, alquanto elevati in rapporto al tasso di inflazione.

Nel Regno Unito i saggi di interesse a breve e a lungo termine hanno avuto una dinamica fortemente ascendente nel corso del 1978; le cause principali vanno ricercate in un peggioramento nelle prospettive di stabilità dei salari e dei prezzi e nel fatto che le autorità hanno incoraggiato un aumento affinché le vendite di titoli di Stato fossero sufficienti a mantenere l'espansione monetaria in linea con gli obiettivi. Agli inizi del 1979 ha tuttavia avuto luogo una brusca correzione verso il basso, allorché sono migliorate le prospettive per la sterlina e per il controllo degli aggregati monetari.

Tassi attivi minimi, rendimenti obbligazionari e variazioni nei prezzi al consumo.



<sup>1</sup> Tassi attivi praticati 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).  
<sup>2</sup> Tassi rappresentativi (per gli Stati Uniti, obbligazioni di società Aaa; per la Danimarca, principalmente cartelle fondiarie; per la Svezia, obbligazioni industriali; per il Belgio, i Paesi Bassi ed il Regno Unito, titoli di Stato; per gli altri paesi, vari altri titoli obbligazionari del settore pubblico).  
<sup>3</sup> Variazioni annue basate sulle medie trimestrali.

Lo scorso anno nella maggior parte dei paesi europei i tassi di interesse sono stati in varia misura influenzati dalle vicissitudini dei mercati dei cambi. I tassi del mercato monetario ed i tassi attivi minimi delle banche sono leggermente scesi in Francia, Italia e Danimarca, pur mantenendosi a livelli relativamente elevati nei due ultimi paesi. In Belgio e nei Paesi Bassi, d'altro canto, i tassi hanno attraversato una fase di rapida ascesa in autunno, allorché la stabilità del rapporto fra le monete di questi due paesi e il marco tedesco è stata ancora una volta messa alla prova sui mercati dei cambi. I rendimenti obbligazionari hanno subito una leggera flessione in Francia, mentre sono rimasti stabili in Italia; essi sono per contro saliti in Belgio e nei Paesi Bassi, in evidente sintonia con l'andamento prevalente in Germania. Agli inizi del 1979 i rendimenti nominali hanno mostrato una certa tendenza alla convergenza nei paesi che si apprestavano ad ancorare reciprocamente le proprie monete nel quadro del Sistema monetario europeo. Il fatto che, in quasi tutti questi paesi, i rendimenti obbligazionari siano rimasti discretamente al disopra del tasso interno di aumento dei prezzi al consumo può essere attribuito in parte alle forze del mercato, sebbene in genere esso abbia altresì riflesso la deliberata intenzione delle autorità — frutto in alcuni casi di spiacevoli esperienze del passato — di assicurarsi un'adeguata protezione sul fronte esterno.

#### **Stati Uniti: la scelta delle priorità ed il controllo degli aggregati monetari.**

Dagli inizi del 1975 al novembre 1978 la politica monetaria degli Stati Uniti pare essere stata diretta principalmente a sostenere la crescita economica ed a ridurre la disoccupazione. Benché fossero gradualmente ristretti gli intervalli di crescita fissati per l'espansione della massa monetaria, gli aggregati hanno continuato ad accrescersi alquanto rapidamente, portando a considerevoli sconfinamenti rispetto agli obiettivi nel caso dell'offerta di moneta in senso stretto. Ciò può aver contribuito a creare l'impressione sempre più diffusa che le autorità degli Stati Uniti stessero attribuendo un'insufficiente importanza alla riduzione dell'inflazione e del disavanzo esterno.

I provvedimenti di stabilizzazione presi il 1º novembre 1978 non sono stati di certo prematuri; essi sono tuttavia apparsi come una svolta nella politica economica statunitense, particolarmente per quanto concerne la posizione internazionale del dollaro. Con essi venivano chiaramente ad assumere una posizione di preminenza le considerazioni sugli effetti esterni della politica economica, e le implicazioni in termini di inflazione interna, degli sviluppi sul piano internazionale.

Tale spostamento di accento ha fatto emergere nuovi timori legati al modo in cui la politica monetaria potrà essere impiegata al fine di conseguire un netto rallentamento dell'inflazione, senza cadere bruscamente in una fase di recessione. Il problema non risiede semplicemente nella determinazione dimostrata dalle autorità; esso scaturisce altresì dai continui cambiamenti istituzionali che hanno reso difficile misurare e controllare l'intensità degli impulsi monetari.

Il problema del controllo deriva in parte dal fatto che l'accelerarsi dell'inflazione ed i più alti tassi nominali di interesse hanno indotto il settore privato ad intensificare gli sforzi per ridurre al minimo le disponibilità liquide inattive. Inoltre, tutta una serie di innovazioni istituzionali e normative ha modificato le preferenze relative del pubblico verso i differenti tipi di depositi bancari e non bancari, ed ha stimolato la

crescita di fondi comuni d'investimento operanti sul mercato monetario. Nel lungo periodo tali innovazioni determinano semplicemente un aumento tendenziale nella velocità di circolazione della quantità di moneta in senso stretto. Nel breve periodo tuttavia, esse offuscano la delimitazione fra concetti alternativi di moneta e creano nuove incognite per le politiche orientate verso il controllo degli aggregati monetari. Un altro problema, che non concerne soltanto gli Stati Uniti, è che anche le propensioni al risparmio e all'investimento paiono aver manifestato un'imprevista variabilità.

L'individuazione degli obiettivi intermedi della politica monetaria dipende dalla stabilità relativa delle funzioni di comportamento degli aggregati monetari e reali. In genere si ritiene concordemente che, qualora in un determinato contesto le grandezze monetarie, ed in particolare la domanda di moneta, siano considerate più stabili e più prevedibili dei rapporti relativi al risparmio ed alla spesa, dal controllo dell'offerta di moneta ci si possono attendere migliori risultati che dal controllo dei tassi di interesse. Varrebbe ovviamente il contrario, qualora le grandezze monetarie apparissero meno stabili delle funzioni della spesa. Non esiste una regola che statuisca semplicemente la preferibilità in ogni circostanza degli obiettivi fissati per l'offerta di moneta. Nondimeno, gli elevati e variabili tassi di inflazione che hanno caratterizzato gli anni Settanta hanno reso particolarmente problematiche le politiche monetarie orientate verso il controllo dei tassi nominali di interesse. E' divenuto infatti più difficile appurare il livello dei tassi reali di interesse, fattore primario nelle decisioni di risparmio, di consumo e di investimento in termini reali.

Invero le autorità monetarie degli Stati Uniti hanno dovuto fronteggiare, negli ultimi anni, molti altri fattori d'incertezza sul piano operativo. Per quanto concerne la massa monetaria, una pletora di innovazioni e di modifiche normative ha considerevolmente ridotto le differenze fra i depositi a vista non remunerati da un lato, ed i depositi fruttiferi, vincolati ed a risparmio, dall'altro. Alcune di queste innovazioni — come l'introduzione, a partire dal 1972, dei cosiddetti ordini negoziabili di prelievo (NOW) traibili su depositi presso le banche cooperative di risparmio e l'accettazione di depositi a vista presso alcune banche cooperative di risparmio e associazioni di risparmio e di credito — hanno comportato la creazione di forme di deposito utilizzabili in sostituzione dei normali depositi a vista presso le banche commerciali. Inoltre, l'introduzione di un nuovo sistema, che permette di effettuare trasferimenti autorizzati a priori da un deposito a risparmio ad un conto a vista presso la stessa banca commerciale, nonché l'istituzione da parte delle banche commerciali di depositi a risparmio intestati ad enti pubblici e ad imprese, hanno conferito a questi conti nuove caratteristiche di liquidità. Ulteriori modifiche normative nel 1978 hanno consentito alle banche commerciali di effettuare trasferimenti automatici da conti di risparmio a depositi a vista, benché la legittimità di tali innovazioni sia attualmente oggetto di riesame. In conseguenza di questi e di altri cambiamenti, la distinzione tra depositi a risparmio e depositi a vista è diventata invero assai sottile.

Altre innovazioni normative hanno modificato anche l'impatto sui flussi finanziari e sull'economia in generale delle variazioni nei tassi di interesse indotte dalle autorità. A metà circa del 1978 è stato consentito alle banche commerciali ed alle istituzioni di risparmio di offrire certificati del mercato monetario con scadenza a sei mesi, di importi unitari tali da attrarre i detentori di depositi a risparmio sensibili ai differenziali nei tassi di interesse. I nuovi certificati sono stati creati principalmente

al fine di contribuire ad isolare il mercato delle abitazioni da una contrazione dei fondi ipotecari. Nel contempo però provvedimenti di questo tipo hanno tolto incisività all'azione delle autorità monetarie volta a ridurre la domanda aggregata mediante il restringimento dei fondi a disposizione delle istituzioni raccoglitrici di depositi. La maggiore enfasi attribuita al razionamento del credito delle banche commerciali e delle istituzioni di risparmio attraverso il meccanismo dei tassi di interesse, anziché mediante l'approccio quantitativo insito nella fissazione di massimali ai tassi di interesse sui depositi, può avere modificato l'impatto sul credito totale e sulla spesa aggregata di determinati aumenti dei tassi di interesse.

Il controllo degli aggregati monetari può anche essere stato reso più labile dall'uso, da parte delle banche commerciali, di tecniche di "gestione del passivo" e dalla loro crescente dipendenza da forme di raccolta diverse dai depositi. L'ammontare rilevato dei depositi a vista può essere stato ridotto in particolare dal ricorso a negoziazioni di titoli con clausola di riacquisto, mediante le quali una banca vende titoli del proprio portafoglio ad operatori non bancari, con la condizione di riacquistarli successivamente. L'importanza assunta dall'espansione di tali negoziazioni è dimostrata dalla recente proposta di sottoporle ad obblighi di riserva. La crescente efficienza nell'uso dei saldi di conto corrente da parte delle imprese che dispongono di sistemi di gestione assistiti da elaboratori elettronici pare altresì avere contribuito, in certi momenti, a mantenere i tassi di espansione monetaria rilevati ad un livello inferiore rispetto ad analoghe fasi di ripresa congiunturale.

Il problema del controllo monetario può anche essere stato complicato dalla riduzione del numero di banche appartenenti al Federal Reserve System. Le banche commerciali che non vi aderiscono sono infatti soggette ad obblighi di riserva meno severi rispetto agli istituti membri, ed in molti casi esse possono detenere le proprie riserve sotto forma di impieghi fruttiferi.

Pur tenendo in debito conto questi numerosi fattori tecnici ed istituzionali è tuttavia innegabile che sin verso la fine del 1978 le autorità monetarie statunitensi hanno posto maggiormente l'accento sul sostegno dell'espansione economica anziché sulla riduzione dell'inflazione. Da un lato le modifiche del quadro istituzionale hanno necessariamente eliminato alcuni meccanismi immediati di razionamento del credito, in particolare per quanto concerne il mercato immobiliare, che solevano rappresentare un efficace fattore di stretta monetaria. Dall'altro, poiché la manovra monetaria è divenuta più dipendente dal livello dei tassi di interesse, vi è stata maggiore incertezza circa il livello a cui questi dovevano essere portati, al fine di ottenere il desiderato effetto restrittivo. Di certo non vi è stata alcuna "strozzatura del credito" del tipo sperimentato negli anni Sessanta, benché i tassi nominali di interesse siano ora considerati relativamente alti. Le autorità monetarie paiono ritenere che il fatto di mantenerli intorno al livello attuale contribuirà ad un graduale raffreddamento dell'economia reale, ossia ad una specie di "atterraggio morbido".

#### **La problematica dei mercati dei cambi e le politiche monetarie.**

In conseguenza delle vicende economiche determinatesi lo scorso anno negli Stati Uniti, un problema cruciale per gli altri paesi è divenuto l'adattamento delle politiche monetarie all'instabilità dei mercati dei cambi, in particolare per quanto riguarda il dollaro.

L'acutezza del problema e le risposte date al medesimo hanno differito ampiamente; tuttavia si possono individuare a grandi linee tre distinti gruppi di paesi. Nel primo gruppo figurano Germania, Giappone e Svizzera, paesi le cui monete hanno sopportato il maggiore impatto della debolezza del dollaro e che in sostanza hanno risposto alle pressioni — dapprima al rialzo e, più di recente, al ribasso — soprattutto con interventi massicci sui mercati dei cambi. Nel secondo gruppo compaiono numerosi paesi i cui elevati tassi di inflazione hanno fatto sì che le loro monete fossero un rifugio meno attraente per i fondi in fuga dal dollaro. Ad esempio, Francia, Regno Unito e Italia hanno potuto limitare l'impatto degli accadimenti esterni sulla propria situazione monetaria, mediante un'appropriata combinazione di aggiustamenti dei tassi di interesse, di moderati interventi sui mercati valutari e di un modesto apprezzamento del tasso di cambio. Il terzo gruppo è costituito dai paesi minori partecipanti alla fluttuazione congiunta europea che per un certo periodo hanno pagato con condizioni abbastanza tese sul mercato monetario il fatto che le loro monete si apprezzassero unitamente al marco.

In *Germania* la Bundesbank ha incrementato notevolmente le proprie riserve valutarie negli ultimi mesi del 1977 e all'inizio del 1978. Dopo una breve tregua in aprile e in maggio, gli acquisti di dollari e di monete del "serpente" hanno raggiunto un nuovo massimo in ottobre. Benché in estate fosse già chiaro che la crescita media annua della moneta della banca centrale (comprendente il circolante, più le riserve obbligatorie delle banche a fronte delle passività sull'interno, calcolate in base a coefficienti costanti) avrebbe superato l'obiettivo dell'8% fissato per l'anno, le autorità non soltanto si sono astenute dal tentativo di sterilizzare gli afflussi di fondi, ma hanno addirittura agito nel senso di aumentare ulteriormente le riserve libere delle banche. Senza dubbio, uno degli scopi era quello di evitare spinte al rialzo sui tassi di interesse che avrebbero potuto incoraggiare ulteriori afflussi di fondi; un altro motivo pare tuttavia essere consistito nella debolezza dell'economia interna e nella convinzione che si sarebbe potuto contare sull'apprezzamento del marco tedesco per rallentare l'inflazione. Nel 1978 gli acquisti netti di valuta estera da parte della Bundesbank hanno sopravanzato (contribuendovi con 15 punti percentuali) l'incremento totale, pari all'11%, della moneta della banca centrale. Tali acquisti hanno rappresentato oltre il 3% della massa monetaria definita in senso lato. Nelle statistiche monetarie il contributo della componente esterna all'espansione monetaria del 1978 risulta tuttavia inferiore, poiché gli afflussi hanno riguardato in larga parte fondi di non residenti entrati attraverso il sistema bancario e non computati nell'offerta di moneta interna.

Allorché la ripresa economica ha acquistato vigore, le autorità hanno considerato con crescente timore la possibilità di nuove spinte inflazionistiche sia endogene sia importate, in parte come conseguenza delle più stabili relazioni di cambio nell'ambito del Sistema monetario europeo. Oltre ad avvalersi del rafforzamento del dollaro nella prima parte del 1979 per vendere valuta estera per un totale equivalente ad oltre 7 miliardi di marchi nel bimestre febbraio-marzo, a partire dal novembre 1978 la Bundesbank ha preso provvedimenti per restringere la liquidità bancaria, innalzando il saggio di sconto dal 3 al 4% nel mese di marzo. L'obiettivo monetario fissato per il 1979 sembra escludere implicitamente qualsiasi tentativo di capovolgere lo sconfinamento del 1978, ma denota al tempo stesso la determinazione delle autorità di evitare il ripetersi di tale esperienza.

In *Svizzera* le autorità sono state dapprima molto riluttanti a compromettere il conseguimento degli obiettivi monetari con forti interventi sul mercato dei cambi, ed hanno cercato con scarso successo di contrastare le pressioni sul franco svizzero attraverso controlli diretti sui collocamenti di fondi in Svizzera da parte di non residenti e mediante un'azione tesa ad abbassare i tassi di interesse. Alla fine di settembre il tasso di cambio effettivo del franco svizzero si era apprezzato in termini reali del 30 % rispetto ad un anno prima, ossia ad un livello chiaramente intollerabile per l'economia elvetica qualora esso fosse divenuto definitivo. Nella convinzione di trovarsi di fronte ad uno spostamento di ampie, seppure incerte, dimensioni nella domanda di franchi svizzeri, le autorità hanno deciso di abbandonare in via temporanea l'obiettivo monetario, annunciando che sarebbero intervenute sul mercato dei cambi nella misura necessaria a riportare e quindi a mantenere il franco svizzero ad un tasso di cambio "sensibilmente superiore a FS 0,80 per un marco tedesco". L'intendimento era di fornire al mercato dei cambi ciò che pareva essere divenuta la base necessaria per generare aspettative di stabilità, anche a rischio di una recrudescenza dell'inflazione. Di riflesso soprattutto agli interventi su larga scala richiesti per stabilizzare il tasso di cambio, l'incremento delle riserve valutarie della Banca Nazionale (al netto dei riporti con le banche) ha contribuito con 20 punti percentuali alla crescita della base monetaria rettificata nel corso del 1978, ed è stato pari al 10,7 % del volume di  $M_1$  all'inizio dell'anno. Nonostante le notevoli vendite alle banche di certificati aventi la funzione di "sterilizzare" parte della liquidità, la base monetaria rettificata è cresciuta del 21 % dopo un aumento del 26 % nel 1977, analogamente dovuto ad acquisti ufficiali di valuta. Agli inizi del 1979 le autorità hanno tuttavia potuto assorbire un notevole ammontare di liquidità mediante vendite di dollari.

In *Giappone* gli sforzi periodicamente compiuti dalle autorità per contrastare l'apprezzamento dello yen hanno condotto nel 1978 ad un aumento del 44 % nelle riserve valutarie ufficiali. Vi è stato anche un incremento abbastanza sensibile della moneta utilizzabile a fini di riserva, passato dall'8,5 % del 1977 al 15 %; se tale espansione non è risultata ancora maggiore, ciò è dipeso in parte dalla grande quantità di titoli di Stato venduti dalle autorità alle banche ed al pubblico. L'impatto esercitato dall'afflusso di fondi sulla crescita della massa monetaria è stato in definitiva abbastanza contenuto.

I mercati dei cambi in Italia, in Francia e nel Regno Unito hanno avuto nel complesso un andamento meno perturbato, benché ognuno di questi paesi abbia attraversato periodi di forti spinte al rialzo nei confronti della propria moneta. In *Italia* i tassi di interesse sono stati mantenuti abbastanza alti e si è permesso che il tasso di cambio effettivo della lira si deprezzasse leggermente. Un notevole aumento nelle riserve sull'estero ed il rimborso di prestiti compensativi — fatti di per sé assai positivi — hanno nondimeno contribuito con 14 punti percentuali all'incremento del 24 % nella base monetaria (esclusi i depositi postali). In *Francia*, manovrando i tassi di interesse e l'indebitamento all'estero del settore pubblico, le autorità hanno potuto mantenere abbastanza stabile il tasso effettivo di cambio, evitando nel contempo un'eccessiva espansione monetaria. Peraltro gli acquisti ufficiali di valuta sono stati a volte notevoli e nel complesso dell'anno il miglioramento della posizione sull'estero della Banca di Francia, per la quale era originariamente previsto un effetto neutro, ha contribuito per quasi un punto percentuale alla crescita dell'offerta di moneta in senso lato. Nel *Regno Unito* sia il valore esterno della sterlina sia i tassi di interesse hanno presentato notevoli fluttuazioni nel

corso dell'anno. Soprattutto a causa delle operazioni effettuate nella primavera del 1978, quando la sterlina si trovava in una fase di debolezza, il finanziamento all'estero del settore pubblico (comprese le variazioni nelle riserve ufficiali) ha esercitato nel complesso dell'anno un effetto contrattivo sull'espansione monetaria.

Fra i paesi partecipanti al "serpente" monetario, il *Belgio* e i *Paesi Bassi* hanno nuovamente fatto ricorso alla tecnica ormai consueta di permettere aggiustamenti flessibili nelle condizioni del mercato monetario al fine di proteggere le proprie monete sui mercati dei cambi, incoraggiando l'aumento dei tassi di interesse a breve fino ai livelli ritenuti necessari a tale scopo. Per conseguire questo obiettivo sono stati rafforzati gli effetti restrittivi dei deflussi di fondi decurtando il rifinanziamento a disposizione delle banche ed elevandone il costo, soprattutto nei riguardi dell'indebitamento addizionale. Per il trimestre ottobre-dicembre 1978 le autorità belghe hanno altresì imposto un massimale al credito bancario ed hanno introdotto nuove disposizioni per frenare la vendita di titoli di Stato da parte delle banche. Le impennate dei tassi di interesse del mercato monetario si sono riflesse, come di consueto, in temporanei aumenti nel costo del credito bancario (che di per sé hanno contribuito a limitare il deflusso di fondi); tuttavia i rendimenti sul mercato dei capitali hanno potuto essere schermati in notevole misura da tali influssi. Nell'insieme del 1978 le riserve ufficiali in valuta hanno registrato una leggera flessione in entrambi i paesi.

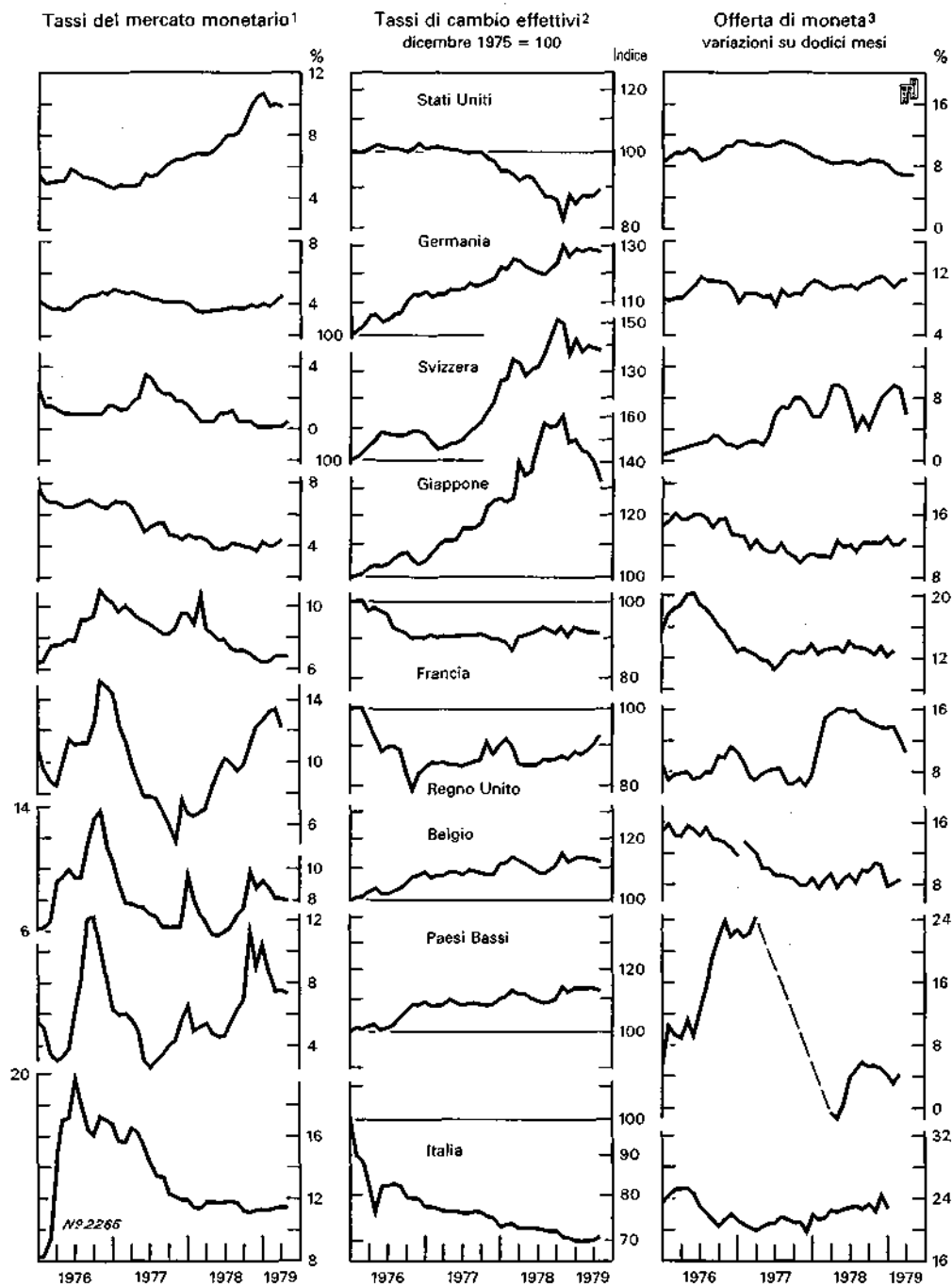
#### **Nuovi conflitti di politica economica: espansione monetaria, tassi di interesse e tassi di cambio.**

Lungi dallo scomparire, in regime di cambi fluttuanti il classico dilemma di politica economica, legato ad un conflitto fra obiettivi interni ed esterni, pare essere riemerso sotto una nuova veste. Tale conflittualità può essere considerata in termini di relazione fra espansione monetaria, tassi di interesse e tassi di cambio. Essendo stata gradualmente ridotta l'inflazione, i paesi che hanno avuto più successo nel raffrenare l'espansione monetaria hanno in gran parte anche segnato flessioni nei tassi di interesse ed aumenti nel valore esterno delle proprie monete.

Ciò che emerge tuttavia dal grafico a pagina 67 è la difficoltà incontrata dai paesi nello stabilizzare contemporaneamente le tre variabili. Negli ultimi due o tre anni il Giappone e, fino a poco tempo fa la Germania e la Svizzera, hanno beneficiato di un'espansione abbastanza stabile e moderata dell'offerta di moneta in senso lato, ed i tassi di interesse — come rivelano i tassi particolarmente sensibili del mercato monetario — si sono mantenuti quasi costanti o hanno al più segnato leggere flessioni (con l'eccezione della Svizzera dove essi hanno toccato il livello zero). Benché ci si potesse attendere un apprezzamento delle monete di questi paesi, di fatto esso è stato ben superiore a quanto previsto dalle autorità o dal mercato stesso. Negli Stati Uniti l'espansione monetaria, apparentemente moderata in rapporto ad alcuni altri paesi, si è associata a tassi di crescita relativamente elevati nella domanda globale in termini nominali. Nel 1978 i tassi di interesse a breve sono saliti rapidamente, ma non con una tempestività sufficiente a mantenere l'espansione monetaria in linea con l'obiettivo. E, in definitiva, l'ascesa dei tassi di interesse non è stata affatto altrettanto rapida, né altrettanto rilevante quanto quella verificatasi in alcuni periodi nei paesi che hanno cercato con maggiore fermezza di stabilizzare le proprie monete sui mercati dei cambi.



Tassi di interesse a breve, tassi di cambio effettivi e tassi di espansione monetaria.



<sup>1</sup> Tassi rappresentativi (per il Giappone, denaro a vista; per la Francia, tasso interbancario ad un mese; per l'Italia, tasso sui depositi interbancari a vista; per il Belgio, tasso sui certificati a quattro mesi; per gli altri paesi, tassi a tre mesi del mercato monetario). <sup>2</sup> Dati della Banca d'Inghilterra. Scale logaritmiche. <sup>3</sup> Per la Germania, M<sub>3</sub>; per il Regno Unito, M<sub>1</sub> in sterline; per gli altri paesi, M<sub>2</sub>.

Alcuni paesi — ad esempio la Francia e, nel 1978, anche l'Italia ed il Regno Unito — hanno conseguito notevoli successi nella stabilizzazione del tasso effettivo di cambio delle proprie monete, seguendo una rotta intermedia fra il dollaro e le monete forti; lo stesso può dirsi del Belgio, dei Paesi Bassi e della Danimarca per quanto riguarda l'obiettivo più ambizioso di stabilizzare il corso delle loro monete reciprocamente e (a prescindere da aggiustamenti eccezionali) rispetto al marco tedesco. Tutti questi paesi hanno peraltro dovuto accettare ampie oscillazioni nei tassi di interesse e, in alcuni casi, anche nell'offerta di moneta. In Danimarca e in Italia i tassi di interesse hanno avuto oscillazioni relativamente meno ampie, ma si sono mantenuti a livelli eccezionalmente elevati.

I problemi che le autorità possono incontrare nel tentativo di conciliare gli obiettivi di stabilizzazione relativi all'offerta di moneta e ai tassi di interesse sono stati oggetto di ampia trattazione. Tuttavia, i problemi che recentemente le autorità stesse si sono trovate ad affrontare nel tentativo di perseguire anche obiettivi in termini di tassi di cambio, in presenza di imprevisti sviluppi economici o finanziari sul piano interno od internazionale, aggiungono una nuova sconcertante dimensione. Oltre a causare grosse incertezze, i movimenti dei tassi di cambio possono travalicare le differenze nella crescita degli aggregati monetari e nei prezzi relativi. E se, per ipotesi, a causa di impulsi monetari espansivi provenienti dall'esterno, alcune monete si apprezzano in misura eccessiva, sulla domanda aggregata del paese in questione può esercitarsi un effetto contrattivo. Se in siffatte circostanze le autorità si sentono tenute ad intervenire in modo massiccio, vi sarà chiaramente una trasmissione dell'impulso monetario come se si operasse in regime di cambi più stabili. I tassi di cambio flessibili potrebbero pertanto non essere in grado, almeno in certi periodi, di assicurare così facilmente come ci si era prefigurato l'isolamento degli andamenti monetari nei singoli paesi dal contesto esterno.

I movimenti abnormi dei tassi di cambio non rappresentano un fenomeno nuovo e vi sono varie ragioni per le quali è prevedibile una loro apparizione ricorrente in un sistema di cambi fluttuanti. Negli ultimi anni l'Italia e il Regno Unito, ad esempio, hanno sofferto di un'evidente tendenza da parte delle rispettive monete a deprezzarsi più di quanto fosse giustificato dalle differenze nelle condizioni monetarie, in un modo che era parso contribuire direttamente al processo inflazionistico interno. Peraltro in quegli stessi anni la concomitante tendenza di alcune altre monete ad apprezzarsi è stata di modesta portata. Invero, in presenza ovunque di elevati tassi di inflazione e di aggiustamenti nel binomio prezzi-costi procedenti a ritmo manifestamente crescente, apprezzamenti di modesta entità della propria moneta hanno finito per essere considerati utili al fine di ridurre il tasso di inflazione interna, e in alcuni paesi la politica monetaria è stata effettivamente imposta in modo da incoraggiare tale processo. E' sempre stato tuttavia ben chiaro che un apprezzamento eccessivamente rapido avrebbe potuto avere effetti assai deleteri sulla posizione competitiva di un paese e, qualora l'apprezzamento stesso fosse apparso agli imprenditori come un fenomeno destinato a perdurare, sui livelli produttivi ed occupazionali. A differenza del deprezzamento di monete meno importanti, la perdita di valore del dollaro dello scorso anno ha comportato un sensibile miglioramento dei tassi di cambio effettivi di molte altre monete. Inoltre, poiché le monete maggiormente influenzate da tale evoluzione erano quelle di paesi con tassi di inflazione già alquanto modesti, è parso improbabile che i prezzi ed i salari potessero sopportare per intero l'onere dell'aggiustamento.

L'eccezionale deprezzamento del dollaro nel corso del 1978 può essere il riflesso di vari fattori. I tassi di cambio si determinano su mercati dove entrano in gioco molteplici forze. Poiché gli scambi commerciali e l'attività economica reagiscono di regola alquanto lentamente alle variazioni nei prezzi relativi, i mercati degli strumenti finanziari debbono sostenere l'urto dell'aggiustamento nel breve periodo. Tali mercati non paiono limitarsi a reagire all'andamento dei conti con l'estero ed agli indirizzi di politica economica, ma sembrano altresì tener conto dell'aspettativa che le differenze negli approcci e negli andamenti economici rimarranno tali ancora per lungo tempo. Nel contempo le valutazioni espresse dai mercati sulle politiche economiche evidentemente non si basano solo sulle intenzioni proclamate, ma anche sul diverso grado di credibilità delle autorità monetarie, a seconda dei risultati effettivi conseguiti nella lotta all'inflazione. Lo scorso anno inoltre, le incertezze sui mercati dei cambi possono essere divenute semplicemente tali da dissuadere gli operatori dall'assumere posizioni a sostegno del dollaro.

La situazione è stata aggravata dal fatto che il dollaro svolge un importante ruolo come moneta di scambio e di riserva a livello internazionale ed è detenuto in notevole quantità da residenti di altri paesi. Pertanto i detentori non residenti hanno subito una forte perdita di valore nelle proprie attività in dollari — misurata in termini di moneta nazionale oppure di potere d'acquisto — che può avere in certa misura influenzato negativamente le decisioni di spesa. Inoltre, essi paiono aver reagito alla caduta del dollaro cercando di diversificare le loro disponibilità in valuta. Soltanto un siffatto movimento può spiegare la forza delle spinte al rialzo nei confronti del marco tedesco, del franco svizzero e dello yen. In certa misura questi spostamenti nella composizione delle disponibilità valutarie possono essere irreversibili, anche se permangono molte incertezze circa l'evoluzione ulteriore di tale processo.

### **Il finanziamento della pubblica amministrazione e del settore privato.**

Nella tabella seguente viene fornita un'immagine composita dell'espansione monetaria, ponendo questa in rapporto con le variazioni nelle attività nette sull'estero del sistema bancario e nel credito bancario all'economia interna. Nella maggior parte dei casi le variazioni si basano su dati di flusso che escludono variazioni di valutazione, che in particolare nel caso delle posizioni sull'estero possono essere di notevole entità.

Per quanto concerne l'evoluzione del credito, la differenza di maggior rilievo fra gli Stati Uniti e gli altri paesi sta nell'andamento dei prestiti concessi agli enti pubblici. Va tuttavia notato che i dati relativi agli Stati Uniti comprendono soltanto le disponibilità in titoli del Tesoro delle banche commerciali, portafoglio che esse hanno ridotto lo scorso anno per contribuire a finanziare un'espansione del 12,5 % delle altre forme di impieghi. Persino questo incremento, che fa seguito ad una forte espansione nel 1977, non costituisce un'indicazione del vigore reale della domanda di credito negli Stati Uniti, poiché il credito bancario alle imprese ha subito una decelerazione nel corso dell'anno, mentre hanno progressivamente assunto un ruolo trainante i prestiti ipotecari, i mutui delle istituzioni finanziarie e le emissioni di effetti commerciali. In tutti gli altri paesi, con l'eccezione della Francia e del Canada, nel 1978 il credito bancario al settore pubblico è fortemente aumentato, fornendo all'espansione monetaria un contributo nella maggior parte dei casi sensibilmente maggiore rispetto al 1977.

**Variazioni nella massa monetaria in senso lato e incidenza relativa delle sue contropartite del credito interno e della posizione sull'estero.<sup>1</sup>**

Paesi	Massa monetaria in senso lato <sup>2</sup>			Attività nette sull'estero <sup>3</sup>			Crediti agli enti pubblici <sup>4</sup>			Crediti personali ed alle imprese <sup>5</sup>		
	1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978
	dicembre su dicembre in percentuale			incidenze relative sulla variazione della massa monetaria <sup>6</sup>								
Stati Uniti . . . . .	11,4	9,3	8,3	-0,2	-4,0	-1,7	2,8	-0,3	-0,9	6,9	12,2	12,9
Giappone . . . . .	13,5	11,1	13,1	0,7	1,7	1,0	4,4	3,6	6,1	12,0	9,0	10,1
Germania . . . . .	8,2	11,2	11,0	1,7	1,9	1,2	5,9	4,8	6,1	12,7	12,9	15,1
Francia . . . . .	12,8	13,9	12,3	-1,1	0,6	0,9	2,1	0,1	0,3	13,9	13,2	13,3
Regno Unito . . . . .	10,6	7,7	13,5	-5,7	9,7	1,1	9,3	-6,3	5,4	9,6	8,0	10,5
Italia . . . . .	21,1	21,9	22,6	-0,6	1,7	4,1	11,0	11,2	14,1	14,6	7,3	5,3
Belgio . . . . .	13,1	9,1	7,8	-2,1	-0,5	-4,8	8,6	4,6	9,7	8,1	9,3	6,0
Paesi Bassi . . . . .	25,0	3,6	4,2	0,8	-1,2	4,8	3,7	1,5	3,6	8,2	24,4	30,4
Danimarca . . . . .	11,5	9,8	6,7	-8,9	-2,9	-0,9	7,7	4,5	3,2	13,6	9,0	5,9
Svezia . . . . .	5,0	9,0	17,7	-1,5	1,8	-1,4	-0,8	4,4	10,7	10,7	12,8	11,9
Canada . . . . .	14,1	11,6	12,5	-1,0	-0,5	-0,8	1,1	0,9	0,9	15,1	12,5	13,0

<sup>1</sup> Dati desunti da fonti nazionali. <sup>2</sup> Per la Germania, M; per il Regno Unito, M; in sterline; per gli altri paesi, M. <sup>3</sup> Per la Francia, la sola banca centrale; per il Regno Unito, comprende l'indebitamento all'estero del settore pubblico (-); per gli Stati Uniti, comprende le attività ufficiali, le passività verso le istituzioni ufficiali estere (-) ed altre posizioni creditorie dichiarate dalle banche verso non residenti (al netto). <sup>4</sup> Per gli Stati Uniti, soltanto le disponibilità delle banche commerciali in titoli del Tesoro; per la Francia e la Danimarca, la sola amministrazione centrale; per il Regno Unito, il settore pubblico (ivi compreso l'indebitamento all'estero dello stesso); per il Canada, soltanto i crediti delle banche commerciali. <sup>5</sup> Per gli Stati Uniti ed il Canada, soltanto i crediti delle banche commerciali. <sup>6</sup> La somma delle incidenze relative delle contropartite è pari alla variazione percentuale della massa monetaria, salvo differenze dovute a poste non indicate, fra cui principalmente le passività non monetarie delle banche sull'interno.

I crediti bancari personali ed alle imprese si sono dilatati alquanto rapidamente nel Regno Unito, in concomitanza con una fase di *boom* guidata dai consumi. In aggiunta all'espansione del credito bancario ordinario, vi è stato un forte incremento dei crediti di accettazione a cui le banche hanno fatto ricorso per trasferire l'onere del finanziamento sugli operatori non bancari invece di incorrere nelle forti penalità connesse con l'espansione delle passività remunerate. Agli inizi del 1979, allorché si sono allentate le pressioni esercitate dagli obblighi di versamento nei depositi speciali supplementari, il credito bancario si è decisamente accelerato. I prestiti bancari al settore privato hanno avuto una forte espansione anche nei Paesi Bassi e in Germania; ad un forte aumento del credito edilizio e dei prestiti per l'acquisto di beni immobili e di consumo ha fatto seguito, quanto meno in Germania, una graduale ripresa del credito alle imprese, che ha preannunciato un rilancio abbastanza generale dell'attività economica. In questo paese le banche hanno ridotto i loro acquisti di obbligazioni al fine di aumentare la concessione di crediti, fra i quali hanno avuto una crescente importanza quelli a breve termine. L'aumento rispetto al 1977 dei crediti non utilizzati è stato superiore di oltre il 30% nel caso delle aperture di credito in conto corrente e per sconto cambiario e di oltre il 100% nel caso di prestiti a più lungo termine. In Svizzera il credito al comparto delle costruzioni è salito lo scorso anno del 33%. Anche in Giappone si è avuto verso la fine del 1978 un forte aumento dei prestiti per operazioni speculative, in particolare nel settore immobiliare e in quelli delle costruzioni e del commercio, mentre è rimasta piuttosto debole la domanda di credito delle imprese. Benché in passate occasioni il riattivarsi dell'edilizia abitativa

avesse senz'altro portato in tali paesi ad una ripresa economica generalizzata, è difficile credere che il forte aumento del credito immobiliare dello scorso anno non sia stato influenzato dal timore di una riemergenza dell'inflazione. Negli altri paesi industriali l'espansione della domanda privata di credito è stata abbastanza modesta, di riflesso soprattutto alla condizione di perdurante debolezza dell'economia.

Nel 1978 dei massimali al credito erano in vigore in Giappone, Francia, Italia, Paesi Bassi e Danimarca e, durante gli ultimi due mesi dell'anno, in Belgio; in alcuni casi, e segnatamente in Italia, tali massimali hanno rispecchiato l'esigenza, dato l'enorme fabbisogno di finanziamento della pubblica amministrazione, di razionare il credito al settore privato al fine di esercitare un controllo sulla liquidità totale. In Italia i massimali sono stati in certa misura allentati agli inizi del 1979 allo scopo di sostenere la ripresa economica. Nel 1978 i limiti all'espansione del credito non hanno costituito un fattore restrittivo né in Francia, dove la crescita si è mantenuta generalmente entro i margini prefissati (ristretti poi leggermente per il 1979), né in Giappone, dove i limiti fissati hanno di fatto avallato fino all'ultimo trimestre del 1978 lo sviluppo degli impieghi programmato dalle banche. Per i primi due trimestri del 1979 è stata inasprita la regolamentazione nel quadro della cosiddetta "window guidance", nell'intento di limitare selettivamente il credito a scapito dei settori diversi da quello dell'industria manifatturiera. Nei Paesi Bassi il massimale è stato riferito ai prestiti finanziati con mezzi monetari. Le banche hanno potuto espandere fortemente il credito, pur senza superare in genere i massimali, ricorrendo diffusamente al mercato dei capitali ed accogliendo in notevole quantità depositi a risparmio.

Nel considerare le implicazioni del credito bancario relativamente all'offerta di moneta, occorre tener presente che le passività "gestite" delle banche statunitensi, ivi compresi i certificati di deposito, hanno iniziato ad accrescersi molto rapidamente a partire dall'autunno del 1978. Al tempo stesso, le banche hanno altresì ottenuto fondi in notevole quantità avvalendosi delle operazioni di vendita di titoli con clausola di riacquisto (spesso effettuate su base giornaliera, ma non comprese nell'offerta di moneta) e di un'enorme espansione dei saldi flottanti della Federal Reserve. Nel periodo fra la fine del 1978 e gli inizi del 1979 le banche statunitensi hanno altresì aumentato decisamente il ricorso al mercato dell'eurodollaro, benché nello stesso periodo le loro attività nei confronti delle banche estere sembrano essere aumentate ad un ritmo ancora superiore. Anche in Germania e in Giappone la crescita delle passività a lungo termine ha rappresentato come di consueto una contropartita abbastanza ampia della concessione di credito bancario, contribuendo così a limitare l'espansione dell'offerta di moneta in senso lato.

*Il finanziamento della pubblica amministrazione.* A partire dal 1975 in un certo numero di paesi si era progressivamente ristretto il fabbisogno di finanziamento della pubblica amministrazione (o, a seconda dei casi, del settore pubblico) che in linea di principio rispecchia il disavanzo di questo operatore secondo i criteri della contabilità nazionale, aumentato dei crediti concessi all'economia per fini di politica economica. Lo scorso anno esso si è ampliato nuovamente in quasi tutti i paesi, ad eccezione degli Stati Uniti, dove vi è stata un'ulteriore contrazione. In rapporto al prodotto nazionale lordo, il fabbisogno è stato particolarmente ampio in Italia (dove il forte aumento ha rispecchiato precedenti ritardi nell'approvazione di provvedimenti fiscali) in Giappone e in Belgio, paese quest'ultimo in cui la progressione continua

**Finanziamento della pubblica amministrazione.<sup>1</sup>**

Voci	Anni	Belgio	Francia	Germania	Italia	Giappone	Paesi Bassi	Regno Unito	Stati Uniti
		in percentuale del prodotto nazionale lordo							
Fabbisogno del settore pubblico <sup>2</sup> . . . . .	1975	5,8	2,2	6,6	14,6	7,0	4,8	10,2	6,7
	1976	6,6	0,4	4,5	11,2	10,0	4,9	7,5	4,1
	1977	7,0	1,3	3,1	10,2	9,2	3,9	4,2	3,1
	1978	7,4	2,1	3,2	14,8	10,6	4,6	5,2	2,7
Fabbisogno dello Stato <sup>3</sup> . . . . .	1975	5,6	3,0	6,2	11,3	2,7	3,0	8,1	5,9
	1976	5,9	1,1	4,4	9,1	4,7	3,7	5,5	4,0
	1977	6,6	1,1	2,7	9,0	4,6	3,1	3,2	3,5
	1978	6,4	1,7	3,4	13,0	5,7	3,3	5,2	2,9
copertura: Banca centrale . . . . .	1975	0,1	1,4	0,6	6,6	.	0,0		0,6
	1976	0,6	0,7	0,3	6,2	.	0,5		0,7
	1977	0,6	-0,9	-0,0	-2,5	.	0,1		0,4
	1978	0,4	-1,0	-0,1	0,7	.	0,2	2,3	0,4
								-0,0	
Aziende di credito. . . . .	1975	0,6	0,8	4,3	1,5	2,1	0,9	1,3	1,7
	1976	1,3	-0,3	2,9	0,3	3,6	0,8	-0,3	0,8
	1977	0,7	0,5	2,1	7,0	3,0	0,5		-0,0
	1978	1,6	0,7	2,7	5,1	4,0	0,5		-0,6
Altre fonti interne . . . . .	1975	4,8		1,2	3,2		2,1	5,7	3,1
	1976	3,5		0,7	2,6		2,5	4,5	2,0
	1977	5,6		0,6	4,5		2,6	6,9	1,5
	1978	3,6	0,8	0,7	7,2	0,6	2,6	4,6	1,7
			0,8			1,1			
Estero <sup>4</sup> . . . . .	1975	0,0	2,0	0,3	0,0	1,7	-0,0	0,2	0,5
	1976	0,4		0,5	0,0		-0,1	1,0	0,5
	1977	-0,2		0,0	0,0		0,0	-5,1	1,6
	1978	0,8		0,1	0,0		0,0	0,9	1,4

<sup>1</sup> Variazione netta nella posizione debitoria e nei saldi di cassa, compreso l'indebitamento destinato alla concessione di prestiti. Dati parzialmente basati su stime BRI. <sup>2</sup> Amministrazione centrale e locale ed enti previdenziali, sulla base della gestione di cassa. Per l'Italia, settore pubblico allargato, come definito nella "lettera di intenti" al FMI; comprende il fabbisogno di talune imprese pubbliche; per il Giappone, emissioni nette di titoli a medio e lungo termine dello Stato e degli enti locali; comprende anche le emissioni di obbligazioni garantite dallo Stato ed i collocamenti privati di obbligazioni da parte di enti statali (pari complessivamente all'1,5% del PNL nel 1978); per il Regno Unito, comprende il fabbisogno delle imprese pubbliche. <sup>3</sup> Per la Germania, tutte le amministrazioni pubbliche ad esclusione degli enti previdenziali; per l'Italia, la pubblica amministrazione; per il Regno Unito, comprende i crediti accordati dallo Stato alle imprese pubbliche (pari a circa l'1,1% del PNL nel 1978). <sup>4</sup> Per il Regno Unito e gli Stati Uniti, comprende gli aumenti (-) delle attività ufficiali in valuta estera.

senza sosta dal 1973. Andamenti pressoché analoghi sono riscontrabili nel disavanzo finanziario del settore statale che, con l'eccezione del Giappone, ha rappresentato la parte di gran lunga più importante del fabbisogno della pubblica amministrazione, ovvero del settore pubblico. Negli Stati Uniti le amministrazioni statali e locali si sono mantenute in attivo, anche se la cosiddetta "rivolta dei contribuenti" ha iniziato a minare la solidità delle loro finanze.

Per quanto concerne gli Stati Uniti l'aspetto più appariscente nel finanziamento dell'amministrazione federale è consistito nel fatto che, analogamente al 1977, quasi la metà del fabbisogno è stato coperto mediante l'indebitamento all'estero. La maggior parte di questi fondi rappresenta la contropartita di titoli del Tesoro acquistati da banche centrali straniere con le disponibilità in dollari derivanti dagli interventi sui mercati dei cambi. Nel quadro dei provvedimenti a sostegno del dollaro annunciati il 1° novembre sono stati collocati modesti prestiti nelle rispettive monete

sui mercati dei capitali tedesco, giapponese e svizzero. Alla fine del 1978, un quarto del debito federale statunitense (ad esclusione di quello verso gli enti pubblici ed il Federal Reserve System) era detenuto da soggetti non residenti. Per quanto concerne il finanziamento proveniente da fonti interne, la maggior parte dei fondi è affluita lo scorso anno dai risparmiatori privati, dalla Federal Reserve, attraverso operazioni di mercato aperto, e dalle amministrazioni statali e locali. Nel complesso, le società non finanziarie e le istituzioni finanziarie private hanno ridotto le loro disponibilità in titoli del Tesoro. Considerate le fonti di finanziamento, non sorprende che il fabbisogno abbia potuto essere coperto senza esercitare un'eccessiva pressione sui tassi di interesse; infatti il rendimento dei buoni del Tesoro è salito in misura alquanto inferiore a quella degli altri tassi del mercato monetario, soprattutto in conseguenza del sostegno fornito al mercato dal settore estero.

Fatta eccezione per la Francia e la Germania, in tutti gli altri paesi il fabbisogno dell'amministrazione centrale in rapporto al prodotto nazionale lordo è stato superiore a quello degli Stati Uniti. Nella maggior parte dei casi, una quota notevole è stata coperta con fondi provenienti dal settore non bancario. Un caso interessante è stato quello dell'Italia, dove l'anno scorso hanno raggiunto ingenti dimensioni le vendite di buoni del Tesoro a 6 e a 12 mesi e di obbligazioni pubbliche (parte delle quali indicizzate). Nel mese di settembre è stata ridotta l'aliquota del vincolo di portafoglio imposto alle banche sugli incrementi dei depositi. Data l'ampiezza del disavanzo, è stato tuttavia notevole il ricorso del Tesoro alle aziende di credito e all'istituto d'emissione. In Belgio, lo Stato si è ulteriormente indebitato in notevole misura verso la banca centrale. In autunno, allorché il forte fabbisogno di finanziamento si è posto in conflitto con l'esigenza di mantenere un indirizzo restrittivo nei confronti del mercato monetario, al fine di sostenere il franco belga, lo Stato ha fatto ricorso per la prima volta dopo molti anni a prestiti in valuta estera. Nel Regno Unito la dimensione alquanto notevole della componente estera rispecchia soprattutto una flessione nelle riserve ufficiali in valuta. Per quanto riguarda gli altri paesi, le amministrazioni statali non si sono indebitate all'estero in misura significativa ed hanno altresì potuto evitare il ricorso su ampia scala al credito della banca centrale. Il sistema bancario ha tuttavia fornito rilevanti crediti allo Stato in Giappone, ed all'amministrazione pubblica (con l'esclusione degli enti di previdenza sociale) in Germania.

In diversi paesi sono sorte difficoltà nel reperire con regolarità ed in misura adeguata sul mercato dei capitali i mezzi finanziari per coprire il fabbisogno della pubblica amministrazione, anche se nel complesso dell'anno alcuni di essi hanno ottenuto risultati abbastanza soddisfacenti. Nel Regno Unito, in Germania e in Giappone il volume delle emissioni che hanno trovato collocamento presso il settore non bancario si è contratto bruscamente in alcuni periodi dell'anno, e diversi provvedimenti sono stati presi per cercare di rendere meno tesa la situazione. In Germania gli enti pubblici hanno accresciuto il ricorso all'indebitamento a breve e medio termine, mentre in Giappone si è fatto largo impiego di un nuovo tipo di obbligazioni triennali, ed i titoli sono stati collocati per la prima volta con un sistema di aggiudicazione ai migliori offerenti. Nel Regno Unito sono stati resi più attrattivi in termini di rendimento i buoni di risparmio del National Savings ed i certificati di deposito per il pagamento di imposte; sono stati inoltre emessi in notevole quantità titoli di Stato parzialmente rimborsabili su richiesta. In seguito ad un'emissione di titoli a condizioni rivelatesi troppo favorevoli, è stata annunciata l'aggiudicazione mediante asta nel caso di emissioni con sottoscrizioni eccedenti il numero di titoli offerti.

In tutti i casi tuttavia, lo Stato ha dovuto temporaneamente accrescere il ricorso al credito bancario o alle disponibilità di tesoreria, ed infine ha dovuto acconsentire ad un aumento delle cedole.

In alcuni paesi, compreso il Regno Unito, vi erano segni che i tassi di interesse e le vendite ufficiali di titoli di Stato avevano iniziato a reagire in modo destabilizzante alle modifiche nell'evoluzione prevista della finanza pubblica e nella variabilità a breve termine dei tassi di espansione monetaria. Mentre siffatti comportamenti hanno manifestamente reso più difficoltoso il controllo degli aggregati monetari, non è possibile stabilire in via definitiva se gli aumenti nei tassi di interesse prodottisi lo scorso anno debbano essere considerati indicativi di un possibile effetto di "spiazzamento". Come accennato in precedenza, i rendimenti obbligazionari (con l'eccezione dei paesi nordamericani) sono ora abbastanza elevati in rapporto ai tassi di inflazione; è indubbio che la struttura dei tassi che si è determinata in parecchi paesi europei deve aver fornito alle imprese un accresciuto incentivo ad usare il credito bancario in luogo del finanziamento mediante obbligazioni. Nella maggior parte di questi paesi il ricorso netto al mercato obbligazionario da parte delle società non finanziarie è rimasto assai modesto o è stato addirittura negativo.

#### **La posizione finanziaria del settore privato.**

Le differenze nella situazione congiunturale e le mutate aspettative inflazionistiche hanno trovato riflesso in alcuni interessanti contrasti emersi nella fisionomia complessiva dei rapporti di credito del settore privato.

Negli Stati Uniti l'indebitamento delle imprese ed il credito al consumo hanno segnato nel 1978 ulteriori cospicui aumenti, ed i prestiti ipotecari sono rimasti a livelli notevolmente elevati se si considera la fase avanzata della ripresa. Nonostante un'ulteriore flessione nell'indebitamento del Governo federale, il rapporto fra il nuovo credito totale netto ed il prodotto nazionale lordo si è mantenuto ai livelli storicamente alti del 1977. In altri paesi la domanda privata di credito è stata più contenuta; si è tuttavia manifestato un rinvigorimento del credito alle imprese ed al consumo e dei prestiti ipotecari in Germania e in Canada, e vi è stata una forte espansione del credito al consumo nel Regno Unito.

Negli Stati Uniti, il settore delle imprese, i cui investimenti hanno sopravanzato di gran lunga la capacità di autofinanziamento, si è indebitato pesantemente a breve termine, riducendo peraltro il ricorso al mercato obbligazionario e mantenendo ad un livello modesto l'emissione di azioni. Di conseguenza sono decisamente peggiorati gli indici della situazione finanziaria delle società, quali il rapporto fra le attività liquide e le passività correnti e la quota dei debiti a breve sul totale dell'indebitamento, ritornando di fatto a livelli paragonabili soltanto con quelli del 1974. Anche nel Regno Unito vi è stato un deterioramento della situazione finanziaria delle società (con l'eccezione di quelle operanti nel comparto petrolifero del Mare del Nord) dopo un forte miglioramento nel 1977, a causa di un tasso di investimento sorprendentemente elevato e di una flessione della redditività.

Un chiaro miglioramento della posizione finanziaria delle imprese si è avuto in Giappone, Germania, Canada e Francia. In Giappone tale miglioramento ha riflesso in



gran parte la debolezza dell'attività di investimento, mentre in Germania esso si è realizzato nonostante un marcato rafforzamento nella spesa in conto capitale delle società. In Giappone, Germania e Canada nel settore delle imprese ha assunto particolare rilievo l'accumulazione di disponibilità liquide. In Giappone vi è stato un notevole incremento nel portafoglio delle imprese in titoli a breve termine. In Germania, dove le imprese hanno beneficiato di afflussi di fondi di varia provenienza, vi è stato un forte incremento dei loro averi in forma di depositi a scadenza. In Canada la costituzione di posizioni di liquidità si è tradotta in parte nell'acquisizione di attività in valuta estera. Nella maggior parte dei paesi (ma non negli Stati Uniti) l'indebitamento delle società è avvenuto in larga misura sotto forma di crediti bancari. Le nuove emissioni azionarie hanno tuttavia raggiunto una dimensione abbastanza cospicua in Canada, dove il mercato dei titoli azionari ha segnato una forte crescita (anche se principalmente in conseguenza del deprezzamento della moneta), ed in Francia, dove agli inizi del 1978 sono state introdotte facilitazioni fiscali per stimolare nel pubblico un maggiore interesse verso i titoli azionari. In Francia anche le emissioni complessive di obbligazioni hanno raggiunto livelli

**Fondi raccolti sui mercati del credito  
da soggetti residenti non finanziari.<sup>1</sup>**

Paesi	Anni	Mutuatari							Totale
		Settore pubblico <sup>2</sup>	Settore Imprese <sup>3</sup>				Settore Famiglie <sup>2</sup>		
			Azioni	Obbliga- zioni	Prestiti <sup>3</sup>	Totale	Credito <sup>4</sup> edilizio	Altri crediti	
in percentuale del prodotto nazionale lordo									
Stati Uniti . . .	1975	6,4	0,7	1,9	0,5	3,1	2,5	0,7	12,7
	1976	5,1	0,6	1,5	2,3	4,4	3,6	1,7	14,8
	1977	4,4	0,1	1,3	4,2	5,6	4,9	2,5	17,4
	1978	3,7	0,1	1,1	4,7	5,9	4,8	2,9	17,3
Germania . . .	1975	5,9	0,4	-0,1	1,4	1,7	2,2	0,7	10,5
	1976	3,8	0,4	0,1	3,1	3,6	2,4	1,2	11,0
	1977	3,1	0,2	0,1	2,7	3,0	3,0	1,2	10,3
	1978	3,4	0,3	0,0	2,9	3,2	3,8	1,3	11,7
Giappone . . .	1975	7,7	0,7	1,1	9,9	11,7	4,7		24,1
	1976	9,2	0,5	0,6	8,9	10,0	5,1		24,3
	1977	8,4	0,6	0,4	6,4	7,4	4,4		20,2
	1978	9,8	0,6	0,4	4,9	5,9	4,8		20,5
Regno Unito . .	1975	10,2	1,0	0,2	0,9	2,1	3,5	-0,4	15,4
	1976	7,5	0,6	0,0	2,4	3,0	3,1	0,7	14,3
	1977	4,2	0,5	-0,1	2,4	2,8	3,0	1,1	11,1
	1978	5,2	0,5	-0,1	1,8	2,2	3,3	1,4	12,1
Canada . . . .	1975	7,6	0,5	1,3	2,5	4,3	4,4	2,0	18,3
	1976	7,7	0,6	1,2	3,4	5,2	4,7	2,1	19,7
	1977	8,0	1,2	1,7	2,6	5,5	5,7	1,6	20,8
	1978	9,7	2,2	1,3	2,2	5,7	5,4	2,0	22,8
Francia . . . .	1975	4,2	0,6	1,0	6,3	7,9	4,1		16,2
	1976	2,6	0,9	0,7	5,7	7,3	4,7		14,6
	1977	2,8	0,5	0,6	6,1	7,2	3,5		13,5
	1978	3,7	0,7	0,5	4,5	5,7	3,7		13,1

<sup>1</sup> Stime BRI, basate su dati nazionali che differiscono concettualmente da paese a paese. Per gli Stati Uniti, fondi raccolti sui mercati del credito ad esclusione di quelli raccolti dal settore estero; per la Germania, indebitamento mediante titoli del mercato monetario, obbligazioni, azioni e prestiti dalle banche, dagli istituti per il risparmio e dalle compagnie d'assicurazione; per il Giappone, emissioni di titoli e prestiti di istituti finanziari; per il Regno Unito, l'indebitamento complessivo dei settori indicati, con l'esclusione del credito commerciale e dei crediti fra collegate; per il Canada, fondi raccolti dai mutuatari non finanziari; per la Francia, indebitamento complessivo rilevato, con l'esclusione dei crediti commerciali e degli apporti di capitale non in forma di azioni (escluse le rettifiche contabili). <sup>2</sup> Per il Giappone e il Regno Unito, l'indebitamento delle imprese pubbliche è incluso nell'indebitamento del settore pubblico e, per questi due paesi e la Francia, quello delle imprese individuali è incluso nel credito alle Famiglie. <sup>3</sup> Include titoli del mercato monetario. <sup>4</sup> Per la Germania, il credito complessivo all'edilizia abitativa.

abbastanza elevati; ciò ha tuttavia rispecchiato principalmente un aumento delle emissioni dello Stato e di enti parastatali, la cui attività di raccolta di fondi è stata ricondotta sul mercato nazionale per ragioni di bilancia dei pagamenti.

L'espansione dei crediti al consumo e dei prestiti ipotecari è stata talmente forte nel contesto inflazionistico prevalente negli Stati Uniti, che nel quarto trimestre del 1978 l'indebitamento complessivo delle Famiglie in rapporto al reddito disponibile, che prima del 1977 non aveva mai superato il 38%, è salito ad oltre il 65%. I provvedimenti per proteggere il mercato ipotecario dalla stretta creditizia (vedi pagina 62) hanno perso in parte di efficacia dopo l'ulteriore aumento dei tassi di interesse in novembre e le innovazioni normative in marzo. Anche nel Regno Unito, la disponibilità di credito ipotecario è progressivamente diminuita, a causa del deterioramento nella posizione finanziaria delle Building Societies (istituti per il risparmio-casa); i crediti bancari alle Famiglie sono saliti fortemente, sebbene non in misura tale da portarne a livelli critici il carico debitorio. Analogamente a quanto avvenuto in Canada, in Germania e in alcuni altri paesi, dove la forte espansione del credito ipotecario è servita principalmente a finanziare l'acquisto di abitazioni già esistenti e, in via indiretta, il consumo delle Famiglie, nel Regno Unito l'eventuale corrispondente tendenza al deterioramento nelle posizioni finanziarie del settore Famiglie è stata probabilmente sopravanzata dal forte rincaro delle abitazioni.

### **Gli obiettivi e l'andamento degli aggregati monetari.**

Le circostanze prodottesi nel corso del 1978 hanno reso estremamente arduo sotto ogni aspetto il compito di quei paesi che stavano cercando di guidare l'espansione monetaria lungo una rotta predeterminata e stabile. Gli Stati Uniti hanno dovuto cimentarsi con innovazioni normative ed istituzionali; altri paesi hanno dovuto fronteggiare forti perturbazioni sui mercati dei cambi. Parecchi paesi hanno altresì incontrato difficoltà nell'assicurare in modo costante un adeguato finanziamento con mezzi non monetari del forte fabbisogno della pubblica amministrazione, e in alcuni di essi la domanda privata di credito bancario ha manifestato una crescente sostenutezza. I problemi di regolazione dell'espansione monetaria si sono manifestati non soltanto in quei paesi che confidavano principalmente nei meccanismi del tasso di interesse o nel controllo della base monetaria, ma anche in quelli che hanno fatto uso di strumenti abbastanza diretti per regolare le contropartite della creazione di moneta nella situazione aggregata del sistema bancario.

La tabella seguente ed il grafico a pagina 78 forniscono un'indicazione dell'espansione monetaria rispetto alle direttrici fissate come obiettivi dalle autorità. Il raffronto fra tali direttrici di sviluppo e gli andamenti effettivi delle grandezze prescelte mette in evidenza sensibili sconfinamenti per eccesso negli Stati Uniti (relativamente ad  $M_1$ , ma non per gli altri aggregati) in Germania e in Svizzera. Per converso lo scorso anno in Francia il tasso di sviluppo effettivo è stato soltanto leggermente superiore ai limiti prestabiliti, e in Canada e nel Regno Unito la crescita si è mantenuta entro l'intervallo fissato come obiettivo, nonostante i gravi problemi cui hanno dovuto far fronte questi paesi nel corso del 1978.

Le variabili prese come base per gli obiettivi differiscono considerevolmente a seconda dei paesi. I grafici presentano l'andamento degli aggregati monetari definiti in senso lato e in senso stretto in sei paesi di primaria importanza e permettono

Aggregati monetari: obiettivi e tassi di espansione.

Paesi	Aggregati monetari	Periodi	Obiettivi	Dati effettivi
			incrementi percentuali	
Canada . . . . .	M <sub>1</sub>	giugno 1977 — giugno 1978 giugno 1978 —	7—11 6—10	8,5 5,3 <sup>1</sup>
Francia . . . . .	M <sub>2</sub>	12 mesi al dicembre 1978 12 mesi al dicembre 1979	12 <sup>2</sup> 11 <sup>2</sup>	12,3 .
Germania . . . . .	Moneta della banca centrale	media 1977 — media 1978 IV/1978 — IV/1979	8 6—9	11,4 .
Giappone . . . . .	M <sub>2</sub>	III/1977 — III/1978 IV/1977 — II/1979	11—12 <sup>3</sup> 12—13 <sup>3</sup>	12,1 12,3 <sup>4</sup>
Paesi Bassi . . . . .	M <sub>2</sub> /Reddito nazionale netto	fine 1976 fine 1980	. 37,0 <sup>6</sup>	41,0 <sup>5</sup> .
Svizzera . . . . .	M <sub>1</sub>	media 1977 — media 1978	5	16,2
Regno Unito . . . . .	Offerta di moneta (M <sub>0</sub> ) in sterline	12 mesi a metà aprile 1979 12 mesi a metà ottobre 1979	8—12 8—12	10,4
Stati Uniti . . . . .	M <sub>1</sub>	IV/1977 — IV/1978	4,0—6,5	7,3
		I/1978 — II/1979	4,0—6,5	4,9 <sup>7</sup>
		III/1978 — III/1979	2,0—6,0	.
		IV/1978 — IV/1979	1,5—4,5	.
	M <sub>2</sub>	IV/1977 — IV/1978	6,5—9,0	8,5
		I/1978 — III/1979	6,5—9,0	7,1 <sup>7</sup>
		IV/1978 — IV/1979	5,0—8,0	.
	M <sub>3</sub>	IV/1977 — IV/1978	7,5—10,0	9,4
		I/1978 — III/1979	7,5—10,0	8,4 <sup>7</sup>
		IV/1978 — IV/1979	6,0—8,0	.

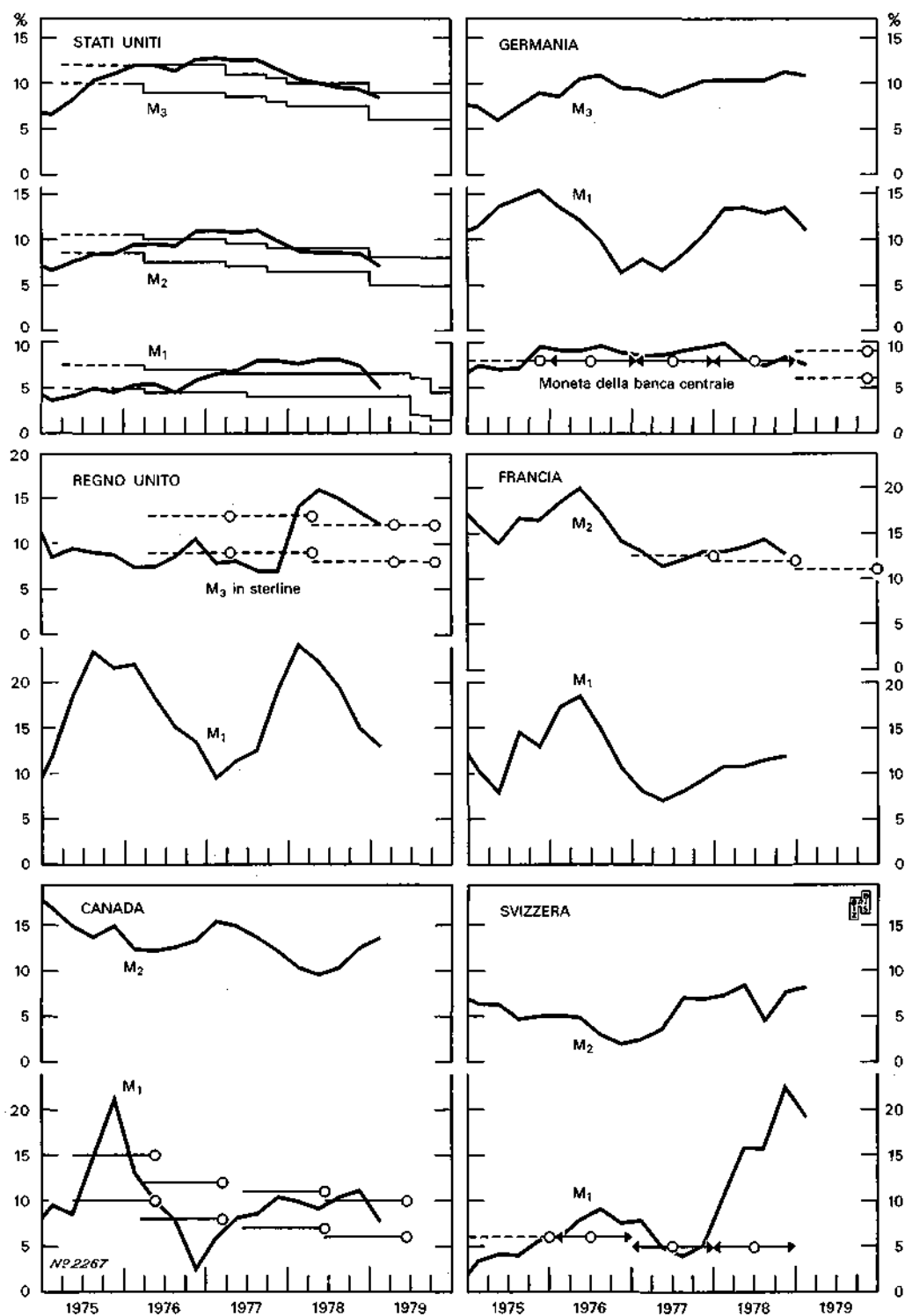
<sup>1</sup> Giugno 1978 — gennaio 1979. <sup>2</sup> Limite superiore. <sup>3</sup> Profezione orientativa. <sup>4</sup> I/1978—I/1979. <sup>5</sup> Quoziente effettivo. <sup>6</sup> Quoziente prefissato, da conseguire mediante riduzione progressiva. <sup>7</sup> I/1978—I/1979.

di comparare l'evoluzione effettiva nel corso dell'anno delle grandezze considerate con i corrispondenti valori di obiettivo. L'espansione monetaria è presentata in termini di variazioni annue della consistenza media trimestrale, attenuando così in certa misura le fluttuazioni di breve periodo puramente accidentali. Mentre per alcuni dei paesi considerati gli obiettivi monetari sono formulati in questi termini, per altri il raffronto deve essere considerato soltanto come orientativo. Occorre inoltre tener presente che il grado di impegno delle autorità nel conseguimento degli obiettivi varia notevolmente a seconda dei paesi.

Un elemento di forte rilievo per la maggior parte dei paesi è il profilo irregolare dell'espansione monetaria nell'arco dell'anno. In Germania l'eccessiva crescita della moneta della banca centrale rispetto all'obiettivo prefissato (espresso in termini di media annuale) è ampiamente attribuibile agli avvenimenti del primo trimestre del 1978, durante la prima fase di debolezza del dollaro, anche se sulla base delle variazioni mensili depurate della componente stagionale è rilevabile una nuova accelerazione nella seconda parte dell'anno. In Svizzera, per contro, l'espansione di M<sub>1</sub> ha presentato, rispetto alla direttrice di obiettivo, sconfinamenti progressivamente crescenti nel corso dell'anno.

Nel Regno Unito il tasso di crescita di M<sub>3</sub> in sterline si è accelerato ad un ritmo allarmante agli inizi del 1978, in un contesto di instabilità sul mercato dei titoli di Stato, di una rafforzata domanda privata di credito bancario e di difficoltà incontrate

Obiettivi e tassi di espansione monetaria.\*



\* Variazioni annue basate su medie trimestrali.

dalle autorità nella tempestiva rilevazione statistica dell'espansione monetaria. La crescita si è mantenuta assai moderata in estate e in autunno, in parte grazie all'impiego di un sistema di depositi supplementari per limitare le passività bancarie remunerate; ciò non ha tuttavia impedito alle banche di partecipare alla concessione di un notevole volume di crediti di accettazione non rilevati nel credito bancario o nell'offerta di moneta. Nell'ultima parte del 1978 la crescita di  $M_3$  in sterline ha ripreso ad accelerare decisamente. In Giappone e in Francia l'espansione monetaria ha mantenuto un corso abbastanza moderato e regolare, soprattutto perché la debolezza della domanda privata di credito bancario ha contribuito a bilanciare l'influsso espansivo delle operazioni del Tesoro e della eccedenza sull'estero. In Francia il contenimento dell'espansione monetaria è stato tuttavia facilitato, in parte fortuitamente, da un forte incremento, incoraggiato da incentivi fiscali, delle disponibilità delle Famiglie in forma di titoli azionari e di depositi presso le istituzioni di risparmio (non compresi in  $M_2$ ). In Canada la crescita di  $M_1$  ha avuto una considerevole accelerazione durante l'anno, soprattutto in conseguenza degli scioperi nell'Amministrazione postale. Gli aggregati monetari più ampi hanno registrato tassi di espansione compresi fra il 13 e il 17%, riconducibili in parte ad un aumento della quota delle banche nell'intermediazione complessiva. Con il dollaro canadese in posizione di debolezza persino nei confronti del dollaro USA, i depositi in valuta estera dei residenti presso le banche (compresi in  $M_3$ , ma non in  $M_1$  e in  $M_2$ ) si sono dilatati di circa il 55%; circa dieci punti percentuali di tale incremento sono probabilmente attribuibili all'aumento di valore in termini di dollari canadesi.

In tutti i paesi rappresentati nel grafico si notano altresì marcate differenze nel profilo dell'espansione dei diversi aggregati. Benché i tassi di crescita della moneta in senso lato possano essere soggetti ad interferenze in seguito a variazioni nella struttura dell'intermediazione, la crescita di  $M_1$  pare essere stata in generale assai più variabile, perlomeno nel corso degli ultimi anni. Un esempio lampante è quello della Svizzera: lo scorso anno il tasso di interesse sui depositi in conto corrente ha superato quelli sui depositi a scadenza mantenendosi, nel caso di determinati conti personali, soltanto leggermente inferiore alla remunerazione dei depositi a risparmio, cosicché gli afflussi di fondi sia dall'estero sia da altri tipi di conti hanno contribuito a gonfiare  $M_1$ , mentre la crescita di  $M_3$  (che comprende i depositi a scadenza ed a risparmio) è rimasta abbastanza costante. In Germania la moneta della banca centrale può essere considerata un aggregato monetario ampio, in quanto la componente delle riserve obbligatorie risente, seppure in diverso grado, delle variazioni intervenute in tutti i tipi di depositi bancari in possesso di residenti; questa componente si è dilatata ad un ritmo crescente nel corso del 1978. Il fattore dominante nella forte accelerazione segnata dalla crescita di questo aggregato agli inizi del 1978 è consistito tuttavia nell'ingente massa di circolante che, come in Svizzera, comprende notevoli importi di banconote e monete detenute all'estero.

Nei paesi in cui i saldi di conto corrente non sono remunerati, o danno un reddito relativamente modesto, le forti fluttuazioni nei tassi di interesse delle forme alternative di impiego devono aver costituito la ragione principale dei mutevoli tassi di crescita di  $M_1$ . La maggior parte dei paesi che si prefiggono di conseguire obiettivi per l'espansione della massa monetaria in senso stretto fanno a tal fine principalmente affidamento sulla manovra dei tassi di interesse. Quanto meno in determinati contesti istituzionali, la scelta di  $M_1$  come variabile di obiettivo è giustificata da considerazioni di ordine teorico ed empirico. In altri paesi le autorità hanno preferito

fissare direttrici di sviluppo soltanto per un ampio aggregato monetario, comprendente una grossa componente di risparmio liquido. In alcuni casi la scelta dell'obiettivo monetario più opportuno è ancora in fase di discussione.

Alla luce dell'esperienza dello scorso anno sono state apportate varie modifiche nella fissazione delle direttrici di sviluppo degli aggregati monetari. Negli Stati Uniti gli obiettivi per il 1979 (in particolare i valori fissati per  $M_1$ ) sono stati abbassati sensibilmente per tener conto di diversi cambiamenti istituzionali; è stato inoltre reso noto un nuovo aggregato ( $M_1$  plus, che comprende una serie di conti di risparmio e di depositi trasferibili detenuti presso le banche e presso le istituzioni di risparmio, in aggiunta al circolante ed ai depositi bancari a vista) e sono state avanzate proposte per una revisione di più vasta portata nella definizione dei vari aggregati. Inoltre, in parte poiché la procedura precedentemente seguita dalla Federal Reserve permetteva uno "slittamento della base" (cioè l'adozione, come base del nuovo obiettivo reso noto ad ogni trimestre, del livello effettivo della massa monetaria, che talvolta era ben al disopra del limite superiore dell'intervallo di crescita prefissato), gli obiettivi per il 1979 saranno mantenuti sino alla fine dell'anno, salvo una revisione a metà anno.

In Germania l'obiettivo espresso in termini di media annua è stato sostituito da un intervallo di crescita che si applica all'espansione monetaria fra il quarto trimestre del 1978 ed il quarto trimestre del 1979. In considerazione della forte crescita della moneta della banca centrale durante il 1978, un valore di obiettivo basato su medie annue avrebbe dovuto essere eccessivamente alto per permettere un'espansione seppur limitata nel corso del 1979. L'adozione di un intervallo di crescita non implica l'accettazione di un maggior grado di imprecisione nel controllo degli aggregati monetari; esso intende offrire alle autorità un certo margine di manovra nell'adeguare il tasso di espansione monetaria alla luce dell'evoluzione economica nel corso dell'anno. In Svizzera le autorità si sono astenute dal rendere noto un obiettivo per il 1979, preferendo attendere una situazione di maggiore stabilità sui mercati dei cambi.

Al fine di garantire una migliore flessibilità, le autorità del Regno Unito hanno deciso di mantenere gli obiettivi fissati per periodi di 12 mesi, rinnovando tuttavia la base ad intervalli semestrali con inizio ad ottobre. Nel marzo 1979, nell'imminenza di elezioni generali, il Cancelliere dello Scacchiere ha annunciato in occasione della presentazione del bilancio provvisorio che l'obiettivo prefissato sarebbe rimasto temporaneamente in vigore. Gli obiettivi stabiliti nel Regno Unito in ottobre e quelli pubblicati durante l'anno in Canada e in Francia sono stati di poco inferiori ai precedenti; con ciò le autorità di questi paesi hanno inteso sottolineare il proposito di ridurre progressivamente i tassi di espansione monetaria. Nell'estate del 1978 le autorità giapponesi hanno iniziato a pubblicare proiezioni non vincolanti per l'espansione monetaria durante periodi di dodici mesi terminanti di volta in volta nel trimestre successivo. Nonostante gli svantaggi potenziali di tali annunci, si è ritenuto, in considerazione dell'amplissimo disavanzo di bilancio, che fosse opportuna una maggiore consapevolezza da parte del pubblico dei tassi di espansione monetaria e delle loro possibili correlazioni con i tassi di inflazione.

Le difficoltà incontrate lo scorso anno nel mantenere l'espansione monetaria entro i margini prefissati devono in gran parte essere attribuite al prevalere di circostanze eccezionali. Un risultato dell'esperienza è la crescente priorità ora accordata al contenimento delle fluttuazioni dei cambi sia negli Stati Uniti, sia nei paesi europei

che hanno aderito o si sono associati al Sistema monetario europeo. Per alcuni dei paesi minori la stabilizzazione del tasso di cambio può a volte precludere uno stretto controllo degli aggregati monetari. Essa potrebbe tuttavia costituire un mezzo altrettanto efficace per assicurare una maggiore stabilità dei prezzi e dei salari, a condizione che i tassi di inflazione nei paesi maggiori siano portati e mantenuti a più bassi livelli. Particolarmente in quei paesi dove il ritmo di crescita dei prezzi è relativamente sostenuto, una politica monetaria che accresca la fiducia degli operatori economici nella determinazione delle autorità sembra poter favorire la stabilità sul piano sia interno sia esterno. Benché la situazione vari a seconda dei paesi, si può affermare che in parecchi di essi le politiche basate sull'uso di obiettivi quantificati e resi noti preventivamente per l'evoluzione degli aggregati monetari potranno continuare a svolgere un ruolo di indubbia utilità.

## V. GLI SCAMBI E I PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Nel periodo in esame il commercio mondiale e le bilance dei pagamenti hanno risentito sensibilmente degli ampi movimenti dei tassi di cambio durante il 1978 e della loro parziale inversione di tendenza nei primi mesi del 1979. Nel 1978, la struttura complessiva delle bilance dei pagamenti è risultata molto più in equilibrio di quanto fosse mai avvenuto dal 1973, grazie ad una riduzione dell'eccedenza globale di parte corrente dei paesi esportatori di petrolio a meno di \$10 miliardi, all'eliminazione del disavanzo di parte corrente dei paesi sviluppati e ad un disavanzo complessivo dei paesi in via di sviluppo non petroliferi che, per quanto superiore a quello del 1977, lascia pur sempre spazio ad un continuo miglioramento delle riserve ufficiali di questi paesi. A tali risultati positivi si è accompagnato, tuttavia, un sensibile peggioramento degli squilibri preesistenti nell'ambito dei paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera, in seguito alla crisi valutaria dell'anno scorso: il totale delle eccedenze globali della Germania, del Giappone e della Svizzera — misurato dall'incremento delle loro riserve ufficiali nette — si è più che raddoppiato, passando a \$25 miliardi, mentre per il secondo anno consecutivo il disavanzo globale della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti ha superato i \$30 miliardi. Nel secondo semestre del 1978 e all'inizio del 1979 l'elemento di parte corrente di questi squilibri, specialmente l'attivo del Giappone e il disavanzo degli Stati Uniti, si è nettamente ridotto e, in seguito alla decisione nel novembre 1978 delle autorità americane di intervenire risolutamente sui mercati dei cambi, vi è stato un forte riflusso di precedenti movimenti di capitali speculativi. Ma la nuova impennata del prezzo del petrolio e di altri prodotti primari, dalla fine del 1978, ha introdotto un nuovo elemento di instabilità che riporterà certamente le partite correnti dei paesi esportatori di petrolio in posizione decisamente eccedentaria e quelle dei paesi sviluppati in posizione di disavanzo, sebbene non nella misura avutasi dopo il 1973.

### Il commercio mondiale.

Nel 1978 l'andamento del commercio mondiale è stato abbastanza simile, almeno sulla base delle variazioni globali, a quello dell'anno precedente. L'aumento in valore dell'interscambio mondiale in termini di dollari è stato del 15,5 %, cioè di circa due punti percentuali in più rispetto al 1977, portando il totale a poco più di \$1.300 miliardi. Anche gli incrementi nelle due componenti, ossia nel volume degli scambi e nei prezzi, stimati rispettivamente al 5 e al 10 %, non sembrano essersi discostati di molto da quelli del 1977. Al tempo stesso la crescita del commercio mondiale in rapporto a quella del prodotto nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera, che partecipano per tre quinti dell'interscambio mondiale, è rimasta praticamente invariata. Tuttavia nel 1978 vi sono stati, rispetto all'anno precedente, notevoli disparità, a livello di singoli paesi e di gruppi di paesi, nelle variazioni nel volume e nel valore unitario, che hanno dato luogo a spostamenti molto ampi nei saldi commerciali.



Ancora una volta, l'espansione relativamente modesta del commercio mondiale deve essere in parte ascritta al perdurare di bassi tassi di sviluppo, specialmente nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera. Inoltre, il raffronto con l'esperienza anteriore al 1973 mostra un chiaro scostamento rispetto al rapporto incrementale precedentemente intercorrente fra produzione e commercio mondiale. Nel decennio 1963-72 il tasso medio annuo di crescita dell'interscambio mondiale in volume era stato del 9%, cioè doppio rispetto a quello del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti dei principali paesi industriali. Durante il 1977 e il 1978 il PNL reale dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera è aumentato di poco meno del 4% e il volume del commercio mondiale di non più del 5%. Per quanto una certa decelerazione del commercio rispetto alla produzione non sia insolita durante la fase discendente del ciclo, la sua persistenza per due anni consecutivi, ben dopo il punto di minimo della recessione, fa pensare che fattori non congiunturali abbiano avuto un'influenza depressiva. Uno dei motivi della più rapida crescita del commercio mondiale rispetto alla produzione negli anni precedenti la crisi petrolifera del 1973-74 può essere stato il fatto che i nuovi investimenti tendevano, in media, ad aumentare il grado di specializzazione internazionale della produzione. La diffusa riduzione del rapporto fra investimenti e produzione in anni recenti può aver indebolito tale fattore di crescita del commercio mondiale; questa può anche aver risentito delle incertezze circa l'andamento dei tassi di cambio e dell'adozione di misure protezionistiche da parte di alcuni paesi.

#### Commercio mondiale.<sup>1</sup>

Aree	Esportazioni (f.o.b.)				Importazioni (c.i.f.)			
	1977	1978			1977	1978		
		Anno	1° semestre	2° semestre		Anno	1° semestre	2° semestre
miliardi di dollari USA; Indici di volume (1976 = 100)								
Paesi sviluppati								
Paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera . . . . .	647,6 (104,9)	776,7 (110,8)	369,0 (109,6)	407,7 (112,0)	677,3 (103,8)	791,2 (110,8)	379,6 (109,2)	411,6 (112,4)
Altri paesi sviluppati <sup>2</sup> . .	92,8 (104,3)	110,4 (112,1)	52,3 (108,5)	58,1 (115,7)	128,4 (102,6)	138,0 (101,5)	66,5 (105,0)	71,5 (98,0)
Totale paesi sviluppati .	740,4 (104,8)	887,1 (111,0)	421,3 (109,5)	465,8 (112,5)	805,7 (103,6)	929,2 (109,3)	446,1 (108,6)	483,1 (110,0)
Paesi in via di sviluppo								
Paesi esportatori di petrolio <sup>3</sup> . . . . .	150 (99,5)	145 (96,0)	70 .	75 .	87 (122,0)	102 (128,0)	51 .	51 .
Paesi non petroliferi. . . .	128 (103,5)	142 (110,0)	67 .	75 .	154 (104,0)	180 (110,0)	85 .	95 .
Totale paesi in via di sviluppo . . . . .	278 (101,5)	287 (102,5)	137 (99,0)	150 (106,0)	241 (110,0)	282 (116,0)	136 (115,0)	146 (117,0)
Paesi ad economia pianificata <sup>4</sup> . . . . .	106	121	57	64	113	133	65	68
Totale generale <sup>5</sup> . . . . .	1.124 (104,0)	1.295 (108,5)	615 (106,5)	680 (110,5)	1.180 (105,0)	1.344 (110,5)	647 (109,5)	697 (111,5)

<sup>1</sup> Sulla base dei dati doganali. Non direttamente raffrontabile con i dati sul commercio riportati nella tabella di pagina 88. <sup>2</sup> Paesi dell'OCSE (ad esclusione del Gruppo dei Dieci e della Svizzera), Israele, Jugoslavia e Sud Africa. <sup>3</sup> Paesi OPEC (Algeria, Arabia Saudita, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar e Venezuela) più Bahrain e Oman. <sup>4</sup> Bulgaria, Cecoslovacchia, Polonia, Repubblica democratica tedesca, Repubblica popolare cinese, Romania, Ungheria e URSS. <sup>5</sup> L'indice di volume esclude i paesi ad economia pianificata.

Nei paesi del *Gruppo dei Dieci e in Svizzera* il volume delle importazioni è aumentato del 6,5 % nel 1978, rispetto al 4 % dell'anno precedente. Poiché in questi paesi la domanda aggregata interna non è aumentata molto più velocemente che nel 1977, la maggiore crescita delle importazioni va spiegata principalmente in base a due altri fattori: anzitutto la domanda interna si è accelerata, rispetto al passato, in paesi come il Regno Unito e la Germania, dove il rapporto tra importazioni e produzione interna è relativamente elevato; in secondo luogo, alcune delle marcate variazioni dei tassi di cambio successive al settembre 1977 hanno cominciato ad influire sul volume delle importazioni, specialmente di quelle dei principali paesi eccedentari. Di conseguenza, la crescita delle importazioni totali, che nel 1977 aveva in gran parte rispecchiato un aumento del 10,5 % nelle importazioni degli Stati Uniti, nel 1978 si è ripartita in modo molto più uniforme fra i membri del gruppo. Le importazioni degli Stati Uniti sono ancora una volta aumentate fortemente - del 9,5 % - e al tempo stesso la crescita delle importazioni ha preso slancio nella maggior parte degli altri paesi. I principali paesi eccedentari - Giappone, Germania e Svizzera - hanno registrato aumenti del 7, 7,5 e 10 % rispettivamente. Nello stesso tempo la crescita delle importazioni è ripresa anche nei paesi in cui essa era stata precedentemente frenata da programmi di stabilizzazione interna, passando al 7,5 % nel Regno Unito, al 5 % in Francia e, dopo una flessione del 2 % nel 1977, al 7,5 % in Italia. Fra i paesi di questo gruppo, solo la Svezia ha registrato una contrazione delle importazioni, diminuite del 6,5 %, ossia in misura ben superiore a quella del 1977.

Dopo parecchi anni di posizioni esterne alquanto precarie, che in alcuni casi erano peggiorate nel 1977, lo scorso anno la maggior parte degli *altri paesi sviluppati* ha continuato o intrapreso politiche di contenimento della domanda. Le loro importazioni complessive, aumentate di appena il 2,5 % nel 1977, hanno mostrato una leggera riduzione - dell'1 % - l'anno scorso. L'andamento globale del 1978 è stato fortemente influenzato dalla flessione delle importazioni di Austria, Finlandia, Spagna, Nuova Zelanda, Norvegia e Turchia, con un calo del 25 % per quest'ultimo paese. La maggior parte dei rimanenti paesi di questo gruppo ha aumentato solo leggermente le importazioni, ad eccezione dell'Irlanda e della Grecia, i cui acquisti all'estero si sono accresciuti rispettivamente del 16,5 e del 5 %, dopo aumenti analoghi l'anno precedente.

Fra il 1977 e il 1978 la crescita delle importazioni dei *paesi esportatori di petrolio*, dopo aver ampiamente superato quella del commercio mondiale in tutti gli anni dal 1974 al 1977, pare essersi contratta dal 22 % ad appena il 5 %. Il rallentamento è stato particolarmente marcato nei paesi a bassa capacità di importazione. La minor crescita degli acquisti all'estero del gruppo, parzialmente attribuibile all'interruzione delle importazioni da parte dell'Iran negli ultimi due mesi del 1978, è derivata soprattutto dall'adozione di politiche più restrittive tendenti ad una maggiore stabilità interna e, in alcuni casi, esterna. La necessità di tali politiche è divenuta più pressante quando, nel corso del primo semestre del 1978, gli introiti di gran parte dei paesi esportatori di petrolio hanno subito una netta flessione.

L'aumento delle riserve in relazione alle importazioni e la riduzione dei disavanzi delle partite correnti nel 1976 e 1977 hanno consentito ai *paesi in via di sviluppo non petroliferi*, globalmente considerati, di ripristinare nel 1978 politiche maggiormente orientate alla crescita. Tale nuovo indirizzo, sommatosi all'allentamento delle restrizioni agli acquisti dall'estero in alcuni paesi asiatici, si è tradotto in un'accelerazione della crescita reale delle importazioni dal 4 a circa il 6 %. Tuttavia, questo risultato

globale per l'intero gruppo cela marcate differenze nell'andamento delle importazioni di singoli paesi o gruppi di paesi. I *paesi ad economia pianificata*, le cui importazioni espresse in dollari sono aumentate del 18 %, pare abbiano registrato un aumento in volume delle medesime di circa il 7 %; nel 1977 esse erano rimaste per contro pressoché invariate in termini quantitativi.

Non in tutti i casi il profilo della crescita delle esportazioni reali dei principali gruppi di paesi durante il 1978 ha corrisposto a quello delle importazioni. L'aumento maggiore nel volume delle esportazioni è stato registrato dagli *altri paesi sviluppati*, esclusi quelli del Gruppo dei Dieci e la Svizzera, con un aumento del 7,5 %, nettamente superiore alla media mondiale. All'estremo opposto si sono collocati i *paesi esportatori di petrolio*, le cui esportazioni complessive, dopo essere marginalmente diminuite nel 1977, sono scese del 3,5 % in seguito all'aumento della produzione di petrolio in altre regioni e alla forte contrazione delle scorte dei paesi importatori nel primo semestre del 1978, solo in parte ricostituite negli ultimi mesi dell'anno. In altre aree l'andamento delle esportazioni è stato più conforme a quello delle importazioni. Nel 1978, i *paesi in via di sviluppo non petroliferi* hanno accresciuto il volume delle loro esportazioni del 6 %, con un aumento di 2,5 punti percentuali rispetto all'anno precedente, incrementando in tal modo leggermente la loro quota sulle esportazioni mondiali; il volume delle esportazioni dei *paesi ad economia pianificata* pare essersi accresciuto del 5 %, all'incirca nella stessa misura del 1977. Le vendite all'estero dei *paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera* hanno registrato un aumento del 5,5 %, leggermente inferiore a quello delle importazioni. In generale, sembra che il fattore più importante nel determinare la crescita delle esportazioni vada ricercato nelle condizioni della domanda sui mercati di esportazione di questi paesi; tuttavia l'aumento di appena l'1 % delle esportazioni giapponesi, dopo una crescita del 9 % nel 1977, pare rispecchiare gli effetti dell'apprezzamento dello yen ed i controlli diretti sulle esportazioni introdotti dal governo giapponese. Le esportazioni degli Stati Uniti, del Canada e dell'Italia sono aumentate nettamente, dell'8,5 %, del 9,5 % e dell'11 % rispettivamente. Negli altri paesi tuttavia lo scostamento dei tassi di crescita delle esportazioni rispetto alla media è stato molto meno pronunciato.

Nel 1978 la diversità nell'andamento del commercio mondiale in volume ha coinciso con importanti movimenti dei prezzi relativi delle merci a mercato internazionale. I prezzi di mercato espressi in dollari dei prodotti primari ad eccezione del petrolio greggio, che nel 1977 erano aumentati dell'11,5 %, lo scorso anno sono cresciuti in media soltanto del 2,5 %, mentre l'aumento nel prezzo del petrolio importato dai paesi sviluppati si è ridotto dall'8 all'1,5 % fra i due anni. Per converso, l'aumento dei prezzi delle loro esportazioni di manufatti è passato dal 9 al 14,5 %. Questi movimenti nei prezzi relativi si sono tradotti in un miglioramento del 3,5 % delle ragioni di scambio per i paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera, rispetto ad un peggioramento dell'1 % nel 1977. Anche gli altri paesi sviluppati hanno beneficiato di un lieve miglioramento delle ragioni di scambio. Di conseguenza, il peso maggiore del deterioramento nelle ragioni di scambio è ricaduto sui paesi in via di sviluppo. Fra questi, i paesi non petroliferi hanno subito una riduzione del 5 % che ha sopravanzato il vantaggio acquisito l'anno precedente, mentre le ragioni di scambio dei paesi esportatori di petrolio sono peggiorate del 10 %.

Volendo quantificare in modo approssimato l'impatto relativo dei fattori quantità e prezzo sulle variazioni nelle bilance commerciali, il sensibile miglioramento del saldo commerciale globale — pari a \$ 15,3 miliardi — registrato dai paesi del Gruppo

dei Dieci e dalla Svizzera durante il 1978 deriva per \$25 miliardi da miglioramenti delle ragioni di scambio, che insieme ad un modesto "effetto di base" positivo, hanno sopravanzato le variazioni in volume avvenute nel 1978. L' "effetto di base" rappresenta l'impatto degli aumenti nei prezzi in dollari delle merci a mercato internazionale sul valore in dollari di un preesistente squilibrio nell'interscambio. Eccezione fatta per gli Stati Uniti, è riscontrabile un contrasto molto pronunciato, fra il 1977 e il 1978, nell'evoluzione del saldo commerciale reale e nominale dei paesi del gruppo. Infatti, mentre nel 1977 il miglioramento per \$18,5 miliardi del saldo commerciale è dipeso soprattutto da variazioni quantitative, il miglioramento della stessa entità registrato nel 1978 ha riguardato unicamente i prezzi. Inoltre, sebbene nel 1978 i saldi commerciali dei tre principali paesi eccedentari abbiano continuato ad aumentare in termini di dollari, questi stessi paesi hanno registrato una riduzione delle loro eccedenze in termini reali; il caso più vistoso è stato il Giappone, dove un deterioramento in termini reali di \$4 miliardi è stato largamente sopravanzato dalla componente prezzi, risultata pari a \$12,6 miliardi. Al di fuori dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, il contrasto fra i movimenti reali e quelli nominali è stato meno pronunciato. Il miglioramento del saldo commerciale degli altri paesi sviluppati è attribuibile interamente ad un favorevole andamento in volume, mentre nel caso dei paesi esportatori di petrolio e dei paesi in via di sviluppo non petroliferi gli effetti negativi in termini di ragioni di scambio sono stati accentuati da uno sfavorevole andamento quantitativo.

**Incidenza relativa (stimata) delle variazioni in volume e in valore  
sui saldi commerciali nel 1977 e 1978.**

Paesi ed aree	Variazione complessiva rispetto all'anno precedente <sup>1</sup>		Attribuibile a variazioni in:					
			volume		ragioni di scambio		effetto di base <sup>2</sup>	
	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978
In miliardi di dollari USA								
Gruppo dei Dieci e Svizzera . . . . .	— 3,3	15,3	5,1	—10,0	— 5,8	25,0	— 2,6	0,3
(esclusi gli Stati Uniti) . . . . .	(18,5)	(18,4)	(18,2)	(—5,2)	(—0,1)	(20,9)	(0,4)	(2,7)
di cui:								
Canada . . . . .	1,1	0,4	3,1	2,4	— 1,9	— 1,9	— 0,1	— 0,1
Francia . . . . .	1,8	3,0	3,2	0,3	— 1,0	2,9	— 0,4	— 0,2
Germania . . . . .	2,9	4,1	2,2	— 2,7	— 0,8	4,1	1,5	2,7
Giappone . . . . .	6,3	8,6	4,4	— 4,0	1,0	10,9	0,9	1,7
Italia . . . . .	4,2	2,1	3,5	1,2	0,9	0,9	— 0,2	0
Paesi Bassi . . . . .	— 2,6	— 0,9	— 2,1	— 1,6	— 0,3	0,9	— 0,2	— 0,2
Regno Unito . . . . .	5,2	— 0,6	2,9	— 2,4	3,0	2,6	— 0,7	— 0,8
Stati Uniti . . . . .	—21,8	— 3,1	—13,1	— 4,8	— 5,7	4,1	— 3,0	— 2,4
Svezia . . . . .	0,2	2,3	0,5	2,7	— 0,3	— 0,5	0	0,1
Svizzera . . . . .	— 0,4	0,1	0,3	— 0,9	— 0,6	1,0	— 0,1	0
UEBL . . . . .	— 0,2	— 0,7	0,2	— 0,2	— 0,1	0	— 0,3	— 0,5
Altri paesi sviluppati . . . . .	— 1,6	7,9	0,6	9,4	1,0	2,1	— 3,2	— 3,6
Paesi esportatori di petrolio . . . . .	— 8,5	—19,5	—15,0	— 9,5	1,0	—12,0	5,5	2,0
Paesi in via di sviluppo non petroliferi . . . . .	1,5	—12,5	— 1,5	— 2,0	4,5	— 7,0	— 1,5	— 3,5

<sup>1</sup> Sulla base dei dati doganali: esportazioni f.o.b., importazioni c.i.f.; dati non raffrontabili direttamente con i saldi commerciali riportati nella tabella di pagina 83. <sup>2</sup> Rispecchia soprattutto l'effetto di variazioni nel livello generale dei prezzi in dollari delle merci scambiate sul saldo commerciale espresso in dollari USA; calcolato come posta residuale.

Il poderoso impatto delle mutate ragioni di scambio sulle posizioni del commercio globale nel 1978 si è dimostrato temporaneo. Già nella seconda metà del 1978 e, ancor più, all'inizio del 1979, i movimenti dei prezzi relativi nelle principali categorie di prodotti primari mostravano un parziale annullamento delle variazioni segnate dalle ragioni di scambio durante il 1978. I recenti aumenti nel prezzo del petrolio e degli altri prodotti primari miglioreranno certamente la bilancia commerciale dei paesi esportatori di petrolio ed i proventi delle esportazioni dei paesi fornitori di materie prime.

### **Bilance dei pagamenti.**

Le vistose variazioni nei saldi dell'interscambio mercantile durante il 1978 si sono tradotte quasi per intero in movimenti di analoga ampiezza nella struttura complessiva delle bilance di parte corrente. Di conseguenza, nel 1978 la configurazione delle partite correnti dei principali gruppi di paesi si è riavvicinata alla situazione precedente al 1974 più di quanto fosse avvenuto negli ultimi quattro anni. Il saldo globale delle partite correnti dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera è passato da un disavanzo di \$5 miliardi nel 1977 ad un'eccedenza di \$18 miliardi nel 1978. Nello stesso tempo, il deficit complessivo degli altri paesi sviluppati, che era stato in media di oltre \$20 miliardi negli anni successivi al 1974, si è ridotto a \$11,5 miliardi. A questo miglioramento della posizione di parte corrente dei paesi sviluppati, per un totale di \$35 miliardi, ha fatto parzialmente riscontro un deterioramento della posizione dei paesi in via di sviluppo non petroliferi. Dopo aver registrato una riduzione nei due anni precedenti, nel 1978 il loro disavanzo di parte corrente si è nuovamente ampliato di circa \$9 miliardi, portandosi ad un totale di \$24 miliardi, soprattutto a causa della flessione relativa dei prezzi dei prodotti primari. Sembra altresì che sia aumentato il disavanzo delle partite correnti dei paesi ad economia pianificata. La principale contropartita della nuova sensibile eccedenza di parte corrente dei principali paesi sviluppati è stata tuttavia una brusca ed inaspettata riduzione di \$22 miliardi nell'avanzo di parte corrente dei paesi esportatori di petrolio, sceso a soli \$7 miliardi. Pertanto l'attivo dei paesi esportatori di petrolio ha cessato di essere il principale fattore destabilizzante nella struttura dei pagamenti mondiali di parte corrente.

Il ritorno ad una fisionomia più tradizionale delle bilance dei pagamenti fra i principali gruppi di paesi è stato, di per sé, un passo verso una situazione di migliore equilibrio. Ad esso si è però accompagnato un peggioramento degli squilibri nell'ambito dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera. Sebbene Francia, Italia e Svezia abbiano registrato un miglioramento globale di \$14,3 miliardi nelle partite correnti, questo andamento positivo è stato decisamente oscurato dall'ampliarsi del divario fra il disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti e le eccedenze di parte corrente di Germania, Giappone e Svizzera, il cui attivo aggregato si è accresciuto nel 1978 di \$12,1 miliardi, passando a \$30,7 miliardi, mentre il disavanzo degli Stati Uniti è aumentato leggermente, raggiungendo \$16 miliardi. Il netto squilibrio fra questi paesi era in realtà già emerso nell'ultimo trimestre del 1977, riducendosi di poco nel corso del 1978 in termini di dollari.

Per quanto i progressi verso l'aggiustamento degli squilibri nei pagamenti segnati nel 1978 siano stati per taluni aspetti deludenti, le cifre in dollari relative

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

Paesi ed aree	Saldo commerciale (f.o.b.)			Saldo dei servizi e dei trasferimenti			Saldo delle partite correnti		
	1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978
miliardi di dollari USA									
<b>Paesi sviluppati</b>									
Canada . . . . .	1,4	2,7	3,0	- 5,2 <sup>2</sup>	- 6,6 <sup>2</sup>	- 7,6 <sup>2</sup>	- 3,8	- 3,9	- 4,6
Francia . . . . .	- 4,7	- 2,7	1,8	- 1,2	- 0,6	2,4	- 5,9	- 3,3	4,2
Germania . . . . .	16,7	19,8	25,3	-13,2	-15,5	-16,3	3,5	4,3	9,0
Giappone . . . . .	9,9	17,3	24,7	- 6,2 <sup>2</sup>	- 6,4 <sup>2</sup>	- 8,1 <sup>2</sup>	3,7	10,9	16,6
Italia . . . . .	- 4,2	- 0,1	2,9	1,4 <sup>2</sup>	1,5 <sup>2</sup>	3,5 <sup>2</sup>	- 2,8	1,4	6,4
<b>Paesi Bassi</b> . . . . .	1,6	- 0,4	- 1,0	1,1 <sup>2</sup>	0,8 <sup>2</sup>	- 0,4 <sup>2</sup>	2,7	0,4	- 1,4
Regno Unito . . . . .	- 6,4	- 3,0	- 2,3	4,4	3,6	2,8	- 2,0	0,6	0,5
Stati Uniti . . . . .	- 9,4	-31,1	-34,1	13,7	15,8	18,1	4,3	-15,3	-16,0
Svezia . . . . .	0,2	0,3	2,6	- 2,4	- 3,1	- 3,6	- 2,2	- 2,8	- 1,0
Svizzera . . . . .	0,4	- 0,1	0,5	3,0 <sup>2</sup>	3,5 <sup>2</sup>	4,6 <sup>2</sup>	3,4	3,4	5,1
UEBL . . . . .	- 0,4 <sup>2</sup>	- 1,4 <sup>2</sup>	- 1,1 <sup>2</sup>	0,4 <sup>2</sup>	0,7 <sup>2</sup>	0,5 <sup>2</sup>	0	- 0,7	- 0,6
<b>Gruppo dei Dieci e Svizzera</b> . . . . .	5,1	1,3	22,3	- 4,2	- 6,3	- 4,1	0,9	- 5,0	18,2
<b>Altri paesi</b> . . . . .	-27,6	-27,9	-19,0	5,0	4,5	7,6	-22,6	-23,4	-11,4
<b>Totale paesi sviluppati</b> . . . . .	-22,5	-26,6	3,3	0,8	- 1,8	3,5	-21,7	-28,4	6,8
di cui: <b>OCSE</b> <sup>4</sup> . . . . .	17,9	-23,6	5,6	- 1,0	- 3,3	1,7	-18,9	-26,9	7,3
<b>Paesi in via di sviluppo</b> <sup>2</sup>									
Paesi petroliferi . . . . .	78	72	54	-41	-43	-47	37	29	7
Altri paesi . . . . .	-12	- 9	-18	- 6	- 6	- 6	-18	-15	-24
<b>Totale paesi in via di sviluppo</b> . . . . .	66	63	36	-47	-49	-53	19	14	-17
<b>Paesi ad economia pianificata</b> <sup>3</sup> . . . . .	- 6	- 1	- 5						

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Importazioni in parte c.i.f. <sup>3</sup> Esclusi i redditi da investimenti diretti in forma di utili non distribuiti. <sup>4</sup> Totale paesi sviluppati, esclusi Israele, Jugoslavia e Sud Africa. <sup>5</sup> Dati parzialmente stimati; i saldi commerciali sono calcolati su base doganale.

all'intero anno, riportate nella tabella che precede, non mostrano tuttavia i miglioramenti conseguiti nel corso dell'anno nel ridurre i principali squilibri di parte corrente nel Gruppo dei Dieci, progressi peraltro continuati nel primo trimestre del 1979. Nel caso degli Stati Uniti il miglioramento in termini di dollari correnti è stato molto sensibile, e il deficit destagionalizzato insolitamente ampio di \$7,6 miliardi nel primo trimestre si è ridotto a \$1,3 miliardi nel quarto, sebbene in termini di volume l'aggiustamento della bilancia commerciale resti deludente. Anche i tre principali paesi eccedentari hanno proceduto verso una posizione di maggiore equilibrio, sebbene per gran parte dell'anno scorso questa tendenza sia stata neutralizzata dagli effetti della debolezza del dollaro sulle ragioni di scambio. Il miglioramento maggiore lo ha segnato il Giappone, dove dal secondo trimestre del 1978 si è ridotto non solo l'attivo della bilancia commerciale in termini reali, ma anche il volume delle esportazioni, con il risultato che nel primo trimestre del 1979 il saldo non destagionalizzato delle partite correnti è stato negativo. In Germania, sebbene sia continuato l'aumento delle

esportazioni anche se più lentamente che in passato, nel 1978 le eccedenze trimestrali della bilancia commerciale in termini reali sono state molto inferiori a quelle corrispondenti del 1977. Tuttavia, l'avanzo trimestrale di parte corrente espresso in dollari è aumentato notevolmente l'anno scorso, per poi ridursi nel primo trimestre del 1979 a \$1,5 miliardi, ossia ad un livello ben inferiore a quello di un anno prima. In Svizzera il saldo commerciale in termini reali ha subito un deterioramento nel corso del 1978, e nel primo trimestre 1979 il disavanzo commerciale espresso in dollari risultava raddoppiato rispetto all'anno precedente.

I progressi verso un miglior equilibrio di parte corrente sono stati pertanto tutt'altro che trascurabili e, in seguito ai provvedimenti delle autorità statunitensi del 1° novembre 1978, essi sono stati riconosciuti anche dai mercati dei cambi. Per di più, l'anno scorso vi è stato un poderoso aumento dei deflussi di fondi a lungo termine dal Giappone, fenomeno che può essere anch'esso considerato come un passo verso una migliore bilancia di base. In effetti, un avanzo delle partite correnti compensato da deflussi di capitali a lungo termine può ragionevolmente considerarsi una congrua struttura di bilancia dei pagamenti a cui possono mirare i paesi industriali. Tuttavia, vi sono numerose ragioni che rendono di primaria importanza la riduzione dell'eccedenza di parte corrente. Anzitutto, può essere difficile assicurare la persistenza di deflussi di capitali a lungo termine di ampiezza sufficiente. Ciò in parte a causa delle esigenze interne che occorre considerare nel formulare la politica monetaria e dei tassi di interesse; inoltre, ampi e persistenti squilibri delle partite correnti, spesso in concomitanza di differenziali nei tassi di inflazione, possono dar luogo (come è avvenuto nel 1977-78) ad aspettative di variazioni dei tassi di cambio che provocano un deflusso di capitali dai paesi deficitari verso quelli in attivo. In secondo luogo, ampie e perduranti eccedenze di parte corrente, anche se compensate da movimenti di capitali a lungo termine, con l'andar del tempo possono porre problemi di finanziamento esterno ai paesi con i corrispondenti disavanzi. Questa considerazione vale soprattutto per gli attivi registrati dai paesi non appartenenti all'OPEC in un momento in cui è riemersa una forte eccedenza di parte corrente dei paesi OPEC rispetto al resto del mondo. Per queste ragioni sembra opportuno non fare troppo affidamento sui movimenti dei capitali — in alternativa all'aggiustamento delle partite correnti — per conseguire una più stabile struttura della bilancia dei pagamenti mondiale.

Ai forti squilibri di parte corrente avutisi lo scorso anno nell'ambito dei paesi del Gruppo dei Dieci, compresa la Svizzera, si sono aggiunti ulteriori elementi di disequilibrio a livello dei movimenti di capitali, con la sola eccezione del Giappone, che ha registrato deflussi di capitali a lungo termine. Negli Stati Uniti, il disavanzo globale è stato doppio rispetto a quello delle partite correnti, mentre le attività monetarie ufficiali della Svizzera si sono accresciute in misura assai maggiore all'eccedenza di parte corrente. Per di più sia in Germania, dove l'aumento delle riserve non è stato lontano dall'avanzo di parte corrente, sia in Giappone, dove esso è stato notevolmente inferiore, nel corso dell'anno vi sono a volte stati massicci afflussi di fondi speculativi. Tale processo ha raggiunto l'apice nell'ultimo trimestre dell'anno, allorché i deflussi netti di capitale dagli Stati Uniti sono ammontati a quasi \$16 miliardi, uguagliando l'ammontare per l'intero anno. Nei primi mesi del 1979 si è assistito ad una netta inversione di questi movimenti di capitali "perversi", con un riflusso dai paesi eccedentari verso gli Stati Uniti sufficiente ad annullare gran parte degli indesiderati aumenti delle riserve registrati dai paesi eccedentari nel 1978 e a consentire agli Stati Uniti di

recuperare le forti somme impiegate per interventi di mercato durante i mesi di novembre e dicembre 1978.

Per quanto riguarda il futuro, il quadro si presenta offuscato dal recente rincaro del petrolio. E' pur vero che nel 1979 si dovrebbero avvertire sempre più le reazioni ai movimenti dei tassi di cambio dell'anno scorso. Tuttavia, negli Stati Uniti l'influenza della favorevole evoluzione in termini di volume potrà in parte essere neutralizzata dal rincaro del petrolio e, per la stessa ragione, quasi tutti i paesi europei potranno registrare un peggioramento delle loro partite correnti. Nel 1979 è probabile che si riduca l'eccedenza complessiva dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, mentre aumenterà l'avanzo dei paesi esportatori di petrolio. Pertanto la struttura globale delle bilance di parte corrente potrà riaccostarsi alla configurazione che ha caratterizzato gli anni successivi al 1974.

#### Paesi sviluppati.

Il disavanzo di parte corrente degli *Stati Uniti*, che nel 1977 aveva raggiunto ingenti proporzioni, è rimasto pressoché invariato nel 1978. Dall'anno scorso la base del calcolo statistico è cambiata nel senso che gli utili netti non distribuiti derivanti da investimenti diretti sono ora imputati come posta creditoria nelle partite correnti e come posta debitoria nei movimenti di capitali; in base al nuovo metodo, le partite correnti presentavano un avanzo di \$4,3 miliardi nel 1976, cui sono seguiti un disavanzo di \$15,3 e di 16 miliardi rispettivamente nel 1977 e nel 1978. Il deficit ha registrato la sua massima ampiezza durante l'ultimo trimestre del 1977 e il primo trimestre del 1978, allorquando ammontava mediamente a \$27,4 miliardi su base annua destagionalizzata. Negli ultimi nove mesi del 1978 la cifra media rapportata all'anno dei disavanzi trimestrali è stata di \$11,2 miliardi; nell'ultimo trimestre è intervenuto un netto miglioramento, che ha portato il disavanzo a \$5,4 miliardi. I movimenti di capitali per l'insieme del 1978 hanno presentato forti deflussi netti di fondi privati e ufficiali non in conto delle riserve che hanno aggravato gli effetti deleteri del disavanzo di parte corrente sul dollaro. I deflussi netti di capitali identificati hanno raggiunto \$26,8 miliardi, ma vi è stata una discrepanza statistica positiva per \$11,5 miliardi e il disavanzo nelle transazioni governative, pari a \$31,3 miliardi, è stato di poco inferiore al 1977.

L'andamento trimestrale della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti è stato tutt'altro che uniforme. Di riflesso alle varie fasi della crisi del dollaro, le principali variazioni hanno riguardato i movimenti di capitali — in particolare i movimenti dichiarati dalle banche operanti negli Stati Uniti — e la voce "discrepanza statistica". Purtroppo, le statistiche non fanno più distinzione fra i flussi di fondi a lungo e a breve termine intermediati dalle banche americane, quindi non è possibile considerare la posizione a breve delle banche (che non comprende i movimenti nei depositi delle istituzioni ufficiali estere) come una posta di finanziamento. Durante il primo trimestre il dollaro è rimasto in generale debole e le banche hanno agito in qualità di prestatori netti di fondi all'estero. Parte di tali crediti sono rientrati nel secondo e terzo trimestre, forse, almeno per quanto concerne l'ultimo periodo, a causa dell'abolizione degli obblighi di riserva sui fondi mutuati all'estero, avvenuta il 28 agosto. Ma la variazione più ampia è intervenuta nel quarto trimestre, per il quale le banche hanno dichiarato una fuoriuscita netta di capitali per \$12,6 miliardi, avvenuta soprattutto in novembre e dicembre, cui ha fatto riscontro un aumento ancora maggiore



Stati Uniti: bilancia dei pagamenti, 1976-78.

Voci	1976	1977	Anno	1978 <sup>1</sup>			
				I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre
in miliardi di dollari USA							
<b>Partite correnti</b>							
Esportazioni di merci (f.o.b.)	114,7	120,6	141,9	30,8	35,3	36,5	39,3
Importazioni di merci (f.o.b.)	124,1	151,7	176,0	42,7	43,2	44,5	45,6
Saldo commerciale . .	— 9,4	— 31,1	— 34,1	— 11,9	— 7,9	— 8,0	— 6,3
Redditi netti da capitale <sup>2</sup> . .	15,9	17,5	19,9	4,8	4,6	4,9	5,6
Altri servizi e trasferimenti, netti . . . . .	— 2,2	— 1,7	— 1,8	— 0,5	— 0,1	— 0,6	— 0,6
Servizi e trasferimenti .	13,7	15,8	18,1	4,3	4,5	4,3	5,0
Saldo delle partite correnti . . . . .	4,3	— 15,3	— 16,0	— 7,6	— 3,4	— 3,7	— 1,3
<b>Movimenti di capitali<sup>3</sup></b>							
Transazioni governative . .	0,8	— 2,0	— 1,8	— 0,1	— 1,5	— 1,1	0,9
Investimenti diretti <sup>4</sup> . . . .	— 7,3	— 8,9	— 9,8	— 4,2	— 2,1	— 0,5	— 3,0
Investimenti di portafoglio . .	— 5,7	— 1,2	0,2	— 0,1	0,3	0	0
Altri fondi a lungo termine dichiarati dalle banche USA	— 7,6	— 4,1	— 14,8	— 5,7	2,2	1,3	— 12,6
Diversi . . . . .	2,5	— 1,5	— 0,6	— 1,7	0,5	0,9	— 0,3
Movimenti identificati di capitali . . . . .	— 22,3	— 17,7	— 26,8	— 11,8	— 0,6	0,6	— 15,0
Discrepanza statistica . . .	9,3	— 0,9	11,5	4,6	9,1	— 1,6	— 0,6
Saldo dei movimenti di capitali . . . . .	— 13,0	— 18,6	— 15,3	— 7,2	8,5	— 1,0	— 15,6
Saldo globale <sup>5</sup> . . . . .	— 8,7	— 33,9	— 31,3	— 14,8	5,1	— 4,7	— 16,9
<b>In contropartita a variazioni nelle:</b>							
Attività ufficiali USA . . . . .	2,5	0,2	— 0,9	— 0,2	— 0,4	— 0,1	— 0,2
Passività USA verso istituzioni ufficiali estere <sup>6</sup> . .	— 11,2	— 34,1	— 30,4	— 14,6	5,5	— 4,6	— 16,7

<sup>1</sup> Dati trimestrali depurati della stagionalità. <sup>2</sup> Compresi i redditi netti da investimenti diretti in forma di utili non distribuiti. <sup>3</sup> A causa di differenze di definizione, le cifre di alcuni aggregati della voce movimenti di capitali e delle passività USA verso istituzioni ufficiali estere non coincidono con i dati pubblicati dalle autorità degli Stati Uniti. <sup>4</sup> Include il reinvestimento degli utili netti non distribuiti provenienti da investimenti diretti. <sup>5</sup> Esclude le rettifiche di valutazione.

delle attività in dollari sui non residenti. Inoltre, se si escludesse la prima emissione di "obbligazioni Carter" denominate in marchi e destinate ai residenti tedeschi, nel quarto trimestre la fuoruscita netta sarebbe stata maggiore di \$1,6 miliardi. Questo deflusso di fondi può essere dipeso in certa misura da fattori puramente stagionali, ma è probabile che esso sia soprattutto derivato dalla maggiore determinazione delle autorità americane nell'intervenire in sostegno del dollaro sui mercati dei cambi, che ha permesso ai detentori di attività indesiderate in dollari di coprire i rischi di cambio senza il timore di mettere in moto una grave ed onerosa caduta del dollaro. In confronto, gli altri movimenti di capitali identificati diversi dalle riserve sono rimasti alquanto stabili e, nel complesso del 1978, hanno dato luogo ad un disavanzo minore che nel 1977.

Di fatto nel 1978 il disavanzo delle partite correnti è stato leggermente superiore a quello del 1977 e può quindi essere interessante esaminarne più dettagliatamente l'evoluzione negli ultimi anni. La tabella seguente presenta i dati trimestrali destagionalizzati della bilancia americana delle merci e dei servizi nel 1977 e nel 1978, espressi

sia in dollari correnti, sia (al fine di depurarli degli effetti del deprezzamento del dollaro e di altri movimenti dei prezzi sulle ragioni di scambio) ai prezzi del 1972 in termini di percentuale sul prodotto nazionale lordo.

**Stati Uniti: saldo dell'interscambio di merci e servizi nel 1977 e 1978.**

1977					1978				
Anno	I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre	Anno	I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre
in miliardi di dollari USA, a prezzi correnti; dati destagionalizzati rapportati all'anno									
-11,1	- 8,5	- 5,9	- 7,0	-23,2	-12,0	-24,1	- 5,5	-10,7	- 7,6
ai prezzi del 1972, espressi come percentuale del PNL									
+ 0,7	+ 0,9	+ 0,8	+ 0,9	+ 0,2	+ 0,6	+ 0,2	+ 0,8	+ 0,7	+ 0,7

Una caratteristica di rilievo è l'entità dei disavanzi commerciali destagionalizzati nell'ultimo trimestre 1977 e nel primo del 1978, che sembrano dovuti soprattutto ad una riduzione delle esportazioni, forse dipendente dalle previsioni di un'ulteriore flessione del dollaro. Sebbene questo deterioramento si sia dimostrato solo temporaneo, molti osservatori ritengono che il successivo miglioramento sia stato inferiore a quanto ci si sarebbe potuto attendere sulla base dell'esperienza passata. Le cifre riportate nella parte inferiore della tabella mostrano che dalla metà del 1977 non vi è stato alcun aumento significativo delle esportazioni nette, nonostante il deprezzamento del dollaro. E' ben vero che gli effetti benefici del deprezzamento di una moneta possono essere annullati da maggiori aumenti dei costi e dei prezzi nel paese con moneta in deprezzamento, rispetto agli altri paesi; ciò non è tuttavia avvenuto di recente nel caso degli Stati Uniti, dove fra il secondo trimestre del 1977 e il quarto trimestre del 1978 i costi del lavoro per unità di prodotto nel settore manifatturiero sono diminuiti dell'11,5% in rapporto agli altri paesi.

La recente evoluzione della bilancia delle merci e dei servizi negli Stati Uniti può forse essere meglio compresa confrontando gli effetti del deprezzamento del dollaro durante il 1977-78 con quelli delle svalutazioni del 1971-72 e del 1973. La tabella seguente riporta appunto le variazioni trimestrali nell'utilizzo della capacità produttiva e nelle esportazioni nette degli Stati Uniti (in percentuale del prodotto nazionale lordo) nei periodi successivi ai deprezzamenti. Sembra che i vantaggi iniziali della svalutazione del 1971-72 siano stati utilizzati per promuovere il pieno impiego nell'economia interna, dal momento che il saldo commerciale non ha presentato alcun miglioramento. Ciò è in netto contrasto con quanto avvenuto dopo il deprezzamento del 1973, il cui contributo all'occupazione interna è risultato pressoché nullo, mentre è stato notevole ai fini della bilancia commerciale, forse anche in virtù degli effetti ritardati della svalutazione del 1971-72.

Il deprezzamento più recente, sebbene di analoga entità rispetto ai precedenti, finora non sembra aver dato praticamente alcun contributo positivo. L'aumento nel grado di utilizzo della capacità produttiva è stato molto inferiore a quello del 1972, mentre il saldo con l'estero è persino leggermente peggiorato in rapporto al PNL. Inoltre, non possono essere plausibilmente portati a giustificazione gli andamenti congiunturali negli altri paesi. Si potrebbe obiettare che è prematuro formulare un giudizio sfavorevole sui risultati di quest'ultimo deprezzamento rispetto ai precedenti, dal momento che esso si è manifestato in fasi successive nel corso di un anno

## Stati Uniti: effetti dei recenti deprezzamenti del dollaro.

Numero di trimestri successivi all'inizio del deprezzamento <sup>1</sup>	Anno e percentuale del deprezzamento					
	1971-72 (6,5%) <sup>2</sup>		1973 (9%) <sup>2</sup>		1977-78 (9%) <sup>2</sup>	
	Variazione nel		Variazione nel		Variazione nel	
	Grado di utilizzo della capacità nel settore manifatturiero <sup>3</sup>	Volume netto delle esportazioni <sup>4</sup>	Grado di utilizzo della capacità nel settore manifatturiero <sup>3</sup>	Volume netto delle esportazioni <sup>4</sup>	Grado di utilizzo della capacità nel settore manifatturiero <sup>3</sup>	Volume netto delle esportazioni <sup>4</sup>
1	+ 1,5	— 0,20	+ 1,5	+ 0,31	— 0,1	— 0,70
2	+ 4,0	— 0,48	+ 2,1	+ 0,58	— 1,1	— 0,72
3	+ 5,9	— 0,36	+ 2,3	+ 0,87	+ 1,2	— 0,11
4	+ 7,2	— 0,12	+ 2,2	+ 1,16	+ 2,4	— 0,27
5	+ 10,3	— 0,10	— 0,1	+ 1,34	+ 3,5	— 0,21
6	inizio della successiva fase di deprezzamento (vedasi colonna seguente)		—	+ 1,37	+ 3,7	— 0,30
7			— 0,3	+ 1,37		
8			— 7,1	+ 1,61		

<sup>1</sup> In ciascun caso, il trimestre contrassegnato con il numero 1 è il primo in cui si è prodotto un deprezzamento effettivo superiore al 2% su base media trimestrale. Per il deprezzamento del 1971-72, il trimestre contrassegnato con il numero 1 è il quarto trimestre del 1971; nel caso del 1973, il primo trimestre del 1973; nel caso più recente, il quarto trimestre del 1977. Tutte le variazioni della tabella sono calcolate rispetto al trimestre precedente quello contrassegnato con il numero 1. <sup>2</sup> Le cifre in parentesi rappresentano il deprezzamento effettivo totale del dollaro basato sui calcoli della Morgan Guaranty Trust Company. Esse comprendono i seguenti periodi: dal terzo trimestre 1971 al secondo trimestre 1972; dal quarto trimestre 1972 al terzo trimestre 1973; dal terzo trimestre 1977 al quarto trimestre 1978. <sup>3</sup> Variazioni percentuali nell'indice del FRB rispetto al dato del trimestre precedente quello contrassegnato con il numero 1. <sup>4</sup> Variazioni in volume delle esportazioni nette di beni e servizi in percentuale del PNL, calcolate ai prezzi del 1972.

o poco più, protraendosi all'ultimo trimestre del 1978. Tale obiezione può essere valida ove il confronto riguardi le conseguenze della svalutazione del 1973, che è stata più rapida; infatti la più recente fase di deprezzamento del dollaro ha interessato un periodo di tempo solo di poco più lungo di quello del 1971-72. Inoltre, quand'anche si raffrontino, per tener conto di questa differenza, i risultati dopo sei trimestri con quelli del deprezzamento del 1971-72 dopo cinque trimestri, essi restano relativamente di scarso rilievo. Per di più, sebbene i dati sull'interscambio mercantile nel primo trimestre 1979 siano incoraggianti, essi non presentano ancora un aggiustamento paragonabile a quello conseguito dopo i due precedenti deprezzamenti del dollaro.

Nell'esaminare la lentezza della reazione al deprezzamento del 1977-78, può essere interessante notare le variazioni intervenute nella composizione merceologica della bilancia commerciale in questi due anni. Sebbene vi sia stato un certo miglioramento (per un totale di \$7 miliardi) nel settore dei prodotti alimentari, dei foraggi e delle bevande, nonché del petrolio e dei suoi derivati, non sono certo questi i risultati favorevoli che ci si attenderebbe da un deprezzamento. Negli altri settori merceologici, per i quali ci si sarebbe potuti aspettare un miglioramento, si sono registrati peggioramenti per complessivi \$10 miliardi. Si potrebbe pensare che alcune di queste variazioni negative rappresentino gli effetti di un peggioramento delle ragioni di scambio degli Stati Uniti in seguito al deprezzamento del dollaro, piuttosto che variazioni nel volume degli scambi; in realtà fra il 1977 e il 1978 le ragioni di scambio sono migliorate, nonostante il deprezzamento del dollaro. La risposta della bilancia commerciale americana all'ultimo deprezzamento del dollaro è stata più che mai deludente nel settore dei manufatti, che si dimostra spesso assai agguerrito nella difesa dei propri mercati, e non può essere spiegata come un fenomeno di curva

a "J". Quindi, in sintesi, vi sono stati finora scarsi segni di quell'ampio aggiustamento quantitativo delle importazioni ed esportazioni americane che ci si sarebbe potuti aspettare dal deprezzamento del dollaro iniziato dalla metà del 1977; a ciò si aggiunge che gli aggiustamenti verificatisi non corrispondono a quelli attesi.

All'inizio del 1979 si prevedeva che il disavanzo di parte corrente per l'intero anno si sarebbe pressoché dimezzato, passando a \$8-10 miliardi. Sebbene i dati dell'interscambio mercantile per il primo trimestre abbiano in effetti mostrato un lieve miglioramento rispetto all'ultimo trimestre del 1978, il recente ulteriore rincaro del petrolio, allargando di parecchi miliardi di dollari il disavanzo petrolifero precedentemente stimato per il 1979, fa sorgere lo spettro di una ricaduta. L'aggravio non dovrebbe tuttavia essere tale da impedire un certo miglioramento delle partite correnti quest'anno, anche se di minore entità. Per quanto concerne i movimenti di capitali, vi sono chiare prove del successo ottenuto dai provvedimenti a sostegno del dollaro annunciati il 1° novembre 1978. Nei soli mesi di gennaio e febbraio i riflussi di fondi tramite le banche sono ammontati a circa \$12 miliardi, quasi tutti sotto forma di una riduzione delle attività verso i non residenti, e questa tendenza è continuata in marzo e in aprile. Tuttavia, come si rileva in altra parte di questa Relazione, nel lungo periodo la stabilità dei mercati dei cambi continua a dipendere da un migliore andamento delle partite correnti degli Stati Uniti.

Nel 1978 l'andamento della bilancia dei pagamenti dei tre principali paesi eccedentari - *Giappone, Germania e Svizzera* - è stato fortemente influenzato dalla netta flessione del dollaro. Tutti e tre questi paesi hanno registrato forti aumenti delle loro eccedenze di parte corrente, derivanti dalle migliorate ragioni di scambio che hanno più che compensato le riduzioni in volume delle loro esportazioni nette. Inoltre, in tutti e tre i paesi vi sono stati forti afflussi di capitali a breve, sicché l'incremento delle riserve nette ufficiali è stato persino superiore a quello del 1977, dato che le autorità monetarie sono intervenute in modo massiccio per moderare il movimento ascendente del tasso di cambio delle proprie monete.

Pur continuando a registrare un'ampia eccedenza globale, nel 1978 la bilancia dei pagamenti del *Giappone* ha presentato importanti variazioni che hanno condotto ad una forte riduzione dello squilibrio di fondo verso la fine dell'anno. Nonostante l'inasprimento della regolamentazione amministrativa volta a contenere le esportazioni e l'introduzione di un programma di "acquisti di emergenza" all'estero, l'avanzo di parte corrente ha continuato ad aumentare, passando da \$10,9 a 16,6 miliardi. Questo aumento tuttavia è stato sopravanzato dai deflussi netti di capitali a lungo termine, che hanno raggiunto, quadruplicandosi, \$12,2 miliardi, cosicché l'avanzo della bilancia dei pagamenti di base è passato da \$8,2 a 4,4 miliardi. Tuttavia l'aumento di \$7,7 miliardi nelle attività monetarie nette ufficiali è stato superiore a quello del 1977 in seguito a forti afflussi netti di capitali a breve bancari ed extrabancari.

Nel corso dell'anno la variazione del saldo di base della bilancia dei pagamenti è stata impressionante, essendo passata da un attivo di \$4,3 miliardi nel primo trimestre ad un disavanzo di \$2,1 miliardi nel quarto. Ciò è in parte il risultato di movimenti nella bilancia commerciale, il cui saldo positivo nell'ultimo trimestre del 1978 si è ridotto a \$5,1 miliardi dopo aver segnato una media di \$6,5 miliardi nei tre trimestri precedenti. Tuttavia, la riduzione dell'eccedenza commerciale nel quarto

Paesi sviluppati: bilance dei pagamenti.<sup>1</sup>

Paesi	Anni	Saldo delle partite correnti <sup>2</sup>	Saldo dei movimenti di capitale <sup>3</sup>	Saldo globale <sup>4</sup>	Aggiusta- menti <sup>5</sup>	Saldo globale rettificato (= saldo dei movimenti monetari) <sup>6</sup>
		milioni di dollari USA				
Austria . . . . .	1977	- 2.960	1.845	- 1.135	- 60	- 1.195
	1978	- 1.505	2.435	930	25	955
Belgio-Lussemburgo . . . . .	1977	- 725	- 450	- 1.175	- 770	- 1.945
	1978	- 565	- 585	- 1.150	320	- 830
Canada . . . . .	1977	- 3.930	1.150	- 2.780	- 70	- 2.850
	1978	- 4.625	440	- 4.185	- 100	- 4.285
Danimarca . . . . .	1977	- 1.680	2.655	975	60	1.035
	1978	- 1.400	2.375	975	105	1.080
Finlandia . . . . .	1977	- 160	200	40	60	100
	1978	585	145	730	35	765
Francia . . . . .	1977	- 3.310	5.335	2.025	- 435	1.590
	1978	4.200	400	4.600	- 600	4.000
Germania . . . . .	1977	4.320	- 3.150	1.170	- 570	600
	1978	8.960	- 4.050	4.910	- 1.130	3.780
Giappone . . . . .	1977	10.920	- 2.710	8.210	- 1.110	7.100
	1978	16.625	-10.610	6.015	- 1.830	4.185
Grecia <sup>6</sup> . . . . .	1977	- 1.275	1.055	- 220	235	15
	1978	- 1.255	915	- 340	220	- 120
Irlanda . . . . .	1977	- 300	290	- 10	30	20
	1978	- 310	460	150	95	245
Italia . . . . .	1977	1.350	725	2.075	290	2.365
	1978	6.365	1.915	8.280	145	8.425
Jugoslavia . . . . .	1977	- 1.600	1.770	170	.	170
	1978	- 1.015	1.390	375	.	375
Norvegia . . . . .	1977	- 4.935	4.710	- 225	- 70	- 295
	1978	- 2.100	2.925	825	40	865
Paesi Bassi . . . . .	1977	365	- 1.600	- 1.235	260	- 975
	1978	- 1.355	- 2.360	- 3.715	225	- 3.490
Portogallo <sup>6</sup> . . . . .	1977	- 1.505	50	- 1.445	305	- 1.140
	1978	- 740	955	215	210	425
Regno Unito . . . . .	1977	580	9.025	9.605	- 325	9.280
	1978	500	600	1.100	- 635	465
Spagna . . . . .	1977	- 2.450	2.745	295	- 720	- 425
	1978	1.510	2.240	3.750	- 765	2.985
Stati Uniti . . . . .	1977	-15.290	-14.440	-29.730	360	-29.370
	1978	-15.960	- 490	-16.450	2.000	-14.450
Svezia . . . . .	1977	- 2.810	3.225	415	25	440
	1978	- 975	605	- 370	- 135	- 505
Svizzera . . . . .	1977	3.440	1.220	4.660	.	4.660
	1978	5.145	5.055	10.200	.	10.200
Turchia . . . . .	1977	- 3.385	885	- 2.500	.	- 2.500
	1978	- 1.420	810	- 610	.	- 610

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.

<sup>1</sup> Sulla base delle transazioni. <sup>2</sup> Per numerosi paesi, i saldi delle partite correnti e dei movimenti di capitale escludono i redditi da investimenti diretti in forma di utili non distribuiti e il corrispondente reinvestimento dei medesimi. <sup>3</sup> Pari alla somma delle transazioni effettive; sono escluse - ove possibile - le plusvalenze e le minusvalenze nelle partite monetarie derivanti da variazioni nei tassi di cambio. <sup>4</sup> Differenze prevalentemente dovute ad aggiustamenti di cambio ed a discrepanze nel campo di rilevazione. <sup>5</sup> Uguale alla somma delle ultime due colonne della tabella a pagina 105. <sup>6</sup> Parzialmente su base valutaria.

trimestre è derivata soprattutto da importazioni effettuate nel quadro del programma di "emergenza" per un totale di \$1,7 miliardi. Il fattore decisivo ai fini della comparsa di un deficit nella bilancia di base è stato l'ampio e rapido capovolgimento nei movimenti di capitali a lungo termine, passati da afflussi netti per \$0,4 miliardi nel primo trimestre a deflussi netti per \$5 miliardi nell'ultimo.

L'aumento di \$7,4 miliardi, pari a quello dell'anno precedente, ha portato l'attivo commerciale a \$24,7 miliardi. Tuttavia, calcolato in yen, l'aumento è stato molto meno spettacolare. Inoltre, come già accennato, l'apparente vigoria della bilancia commerciale nel 1978 è dovuta ad uno straordinario miglioramento - di quasi il 15% - delle ragioni di scambio, che ha celato un marcato aggiustamento delle tendenze degli scambi commerciali in volume. La crescita delle esportazioni in termini reali è passata dal 9% nel 1977 ad appena l'1% nel 1978. Un aumento in volume del 7,5% nel primo trimestre è stato seguito da una flessione del 3% nel secondo, allorché agli effetti del programma di contenimento delle esportazioni si sono sommati gli effetti frenanti dovuti al rapido apprezzamento dello yen, cosicché nell'ultimo trimestre il volume delle esportazioni risultava inferiore di quasi il 5% a quello di un anno prima. Tuttavia, l'ampiezza del deprezzamento del dollaro nei confronti dello yen ha impedito che vi fosse una qualsiasi flessione nel valore in dollari delle esportazioni. Il valore unitario in dollari di queste ultime è aumentato di quasi il 20% nel 1978, dato che gli esportatori giapponesi hanno aumentato i prezzi in dollari delle loro vendite all'estero in risposta all'apprezzamento dello yen, sebbene il movimento di tassi di cambio sia stato in parte assorbito da una riduzione dei margini di profitto.

Dopo un aumento del 2,5% l'anno precedente, nel 1978 le importazioni sono aumentate del 7% in termini reali. Tuttavia, questa accelerazione può essere assunta solo parzialmente come prova della reattività delle importazioni reali alle variazioni dei tassi di cambio, e ciò per due ragioni: anzitutto il programma "acquisti di emergenza" all'estero può, di per sé, aver contribuito per circa 2,5 punti percentuali alla crescita delle importazioni nel 1978; in secondo luogo, il volume delle importazioni si trovava ancora al disotto della punta massima del 1973, nonostante una forte ripresa della produzione industriale, aumentata del 5% rispetto a cinque anni prima. La lenta crescita delle importazioni giapponesi può essere attribuita soprattutto all'andamento di due importanti categorie di merci, ossia le materie prime e gli oli combustibili, che hanno rappresentato circa i due terzi delle importazioni totali del 1977. Il volume complessivo di queste importazioni non ha subito aumenti in anni recenti, e persino nel 1978, durante il quale l'andamento dei prezzi è stato per lo più favorevole e la costituzione di scorte ufficiali ha intensificato la domanda, le importazioni di materie prime sono aumentate solo del 5%, mentre quelle degli oli combustibili si sono ridotte del 2%. Il fatto che nel 1978 si sia riusciti a sostenere un livello di produzione industriale ben al di sopra di quello del 1973 con acquisti all'estero per queste due categorie ben inferiori in termini reali al livello di cinque anni prima è indicativo del notevole passaggio a tecnologie comportanti un risparmio di energia e di materie prime. Pertanto la crescita in volume delle importazioni complessive dello scorso anno è stata determinata soprattutto dagli accresciuti acquisti di manufatti, in quanto il vantaggio relativo in termini di prezzi provocato dal rapido apprezzamento dello yen ha permesso ai fornitori esteri di penetrare nel mercato giapponese. Di conseguenza, la quota dei manufatti sulle importazioni totali è passata dal 21% del 1977 al 25% dello scorso anno.

Per quanto riguarda i movimenti di capitali, il forte aumento dei deflussi netti di fondi a lungo termine, portatisi nel 1978 a \$12,2 miliardi, va attribuito soprattutto alla politica ufficiale di favorire la raccolta di fondi sul mercato di Tokio da parte di mutuatari esteri. Gli acquisti di titoli esteri dei residenti e i prestiti all'estero delle banche giapponesi hanno generato un crescente deflusso di capitali nel corso dell'anno. Nel complesso, queste operazioni hanno dato luogo a un deflusso netto di \$11,7 miliardi, che risulta quintuplicato rispetto al totale del 1977. A questi deflussi si è sommato un aumento del saldo negativo negli investimenti diretti all'estero pari a \$2,4 miliardi. Tuttavia l'anno scorso si è praticamente esaurito il deflusso netto per crediti commerciali a lungo termine, pari a \$1,4 miliardi nel 1977. I movimenti netti di fondi a breve (compresi gli errori ed omissioni, ma esclusa la posizione del settore bancario) hanno realizzato afflussi di \$1,6 miliardi, per quanto l'andamento trimestrale sia stato tutt'altro che uniforme. In totale, le esportazioni nette di capitali sono ammontate a \$10,6 miliardi, a fronte dei \$2,7 miliardi dello scorso anno, di modo che l'avanzo globale è passato da \$8,2 miliardi del 1977 ai \$6 miliardi del 1978.

Se si comprendono le rettifiche di valutazione, la posizione monetaria netta sull'estero è migliorata di \$4,2 miliardi, con afflussi netti a breve attraverso le banche per \$3,5 miliardi e un aumento di \$7,7 miliardi delle attività nette ufficiali. Il maggior incremento trimestrale delle riserve, pari a \$6,8 miliardi, è avvenuto nei primi tre mesi del 1978, quando forti afflussi di capitali speculativi si sono sovrapposti all'eccedenza di parte corrente, e le autorità sono intervenute in modo massiccio per moderare l'apprezzamento dello yen. Un'inversione dei movimenti di capitali nel secondo trimestre ha contribuito alla flessione di \$1,9 miliardi nella posizione ufficiale netta, in gran parte controbilanciata da un aumento nel trimestre successivo. Nell'ultimo trimestre la posizione monetaria netta sull'estero è peggiorata di \$1,6 miliardi, ma afflussi netti a breve attraverso le banche per \$3,3 miliardi hanno accresciuto le riserve ufficiali di \$1,7 miliardi.

Nel primo trimestre del 1979, allorché il tasso di cambio dello yen è sceso nettamente, le partite correnti sono passate ad una posizione di disavanzo per \$0,5 miliardi, con un capovolgimento di \$3,4 miliardi rispetto al trimestre precedente. Poiché i deflussi di capitali a lungo termine sono rimasti ampi, la bilancia di base ha presentato un sensibile disavanzo, pari a \$4,2 miliardi; le riserve ufficiali nette si sono ridotte di \$3,7 miliardi.

Analogamente a quello del Giappone, anche il saldo attivo di parte corrente della *Germania* è aumentato nettamente l'anno scorso, passando da \$4,3 a quasi \$9 miliardi. Nel contempo, in contrasto con quanto avvenuto in Giappone, la crisi valutaria ha causato una netta flessione — da \$5,6 a 1,1 miliardi — dei deflussi netti di capitali a lungo termine, che ha portato la bilancia di base da una posizione di deficit ad un'eccedenza per \$7,9 miliardi. Questa, unitamente a forti afflussi di fondi a breve attraverso il sistema bancario, ha condotto ad un aumento di \$10,4 miliardi delle attività monetarie ufficiali nette.

L'ampliamento dell'attivo di parte corrente è dovuto interamente ad un aumento per \$5,5 miliardi nell'eccedenza commerciale che, con la cifra di \$25,3 miliardi, è stata la maggiore mai registrata in termini di dollari. Sebbene il consueto disavanzo delle partite invisibili sia aumentato leggermente, passando a \$16,3 miliardi, in termini di moneta nazionale vi è stata una flessione di quasi DM 2,8 miliardi. La causa principale di questa insolita variazione è stata la ripresa dei proventi netti da

investimenti all'estero, che erano nettamente calati nel 1977 allorché le modifiche della normativa fiscale avevano causato rimesse di utili ad azionisti esteri in misura eccezionalmente grande. Le altre partite invisibili hanno in genere mantenuto l'andamento consueto, e l'aumento maggiore, pari a \$2,6 miliardi, è stato registrato nella spesa netta per il turismo.

L'aumento dell'eccedenza commerciale è stato interamente imputabile ad un miglioramento del 3,5 % nelle ragioni di scambio della Germania. Come indicato in precedenza, nel 1978 il saldo commerciale "reale" è peggiorato di circa \$2,7 miliardi, poiché le esportazioni e le importazioni in termini quantitativi hanno risentito dei cambiamenti nelle fasi congiunturali in Germania e in altri paesi e delle variazioni nella competitività internazionale dei prodotti tedeschi. La crescita reale delle esportazioni si è ridotta di 1,5 punti percentuali, portandosi al 4 %, cioè leggermente al disotto della crescita stimata del commercio mondiale. In effetti, la situazione nel settore delle esportazioni è stata generalmente depressa e, in contrasto con l'esperienza dei precedenti cicli economici, nel 1978 questo comparto ha contribuito solo modestamente alla ripresa della produzione interna. In tale contesto, un elemento decisivo è stato indubbiamente il fatto che il valore unitario delle esportazioni misurato in marchi tedeschi è rimasto invariato, a riprova di una decisa contrazione, per il secondo anno consecutivo, dei margini di profitto degli esportatori tedeschi. In termini di marchi l'andamento in valore delle esportazioni è variato a seconda dei differenti mercati esteri. Gli aumenti maggiori, di circa il 15 %, sono stati registrati nelle vendite al Regno Unito, al Giappone e alla Svizzera, seguite da un aumento del 10 % in quelle agli Stati Uniti e al Belgio-Lussemburgo. Le vendite tedesche in Norvegia, in Spagna e in Svezia si sono contratte in misura variante tra il 13 ed il 20 % di riflesso ai programmi di stabilizzazione interna di questi paesi. Vi sono state anche alcune perdite nella quota di mercato nei paesi esportatori di petrolio, i cui acquisti dalla Germania sono complessivamente diminuiti dell'1,5 %.

Nel 1978 il valore in marchi delle importazioni è aumentato del 3,5 %, in seguito a una flessione del 3,5 % nei prezzi e ad un'espansione del 7,5 % in volume. L'accelerazione della crescita delle importazioni reali, rispetto ad un tasso inferiore al 4 % nel 1977, è dovuta in parte alla ripresa dell'attività economica interna, ma ha rispecchiato anche un miglioramento nella competitività dei fornitori esteri. Il vantaggio relativo in termini di prezzi della concorrenza straniera è stato avvertito soprattutto nel settore dei prodotti finiti, dove il volume delle importazioni è aumentato di quasi il 10 %; anche le importazioni di semilavorati sono state molto maggiori del passato in connessione con una ricostituzione di scorte. La relativa debolezza nelle importazioni di materie prime, ridottesi per il secondo anno consecutivo, sembra denotare un certo risparmio nell'impiego delle stesse, analogamente a quanto osservato recentemente in Giappone. Alcuni altri paesi industriali, le economie pianificate e i paesi dell'Europa meridionale hanno conseguito i maggiori successi sul mercato tedesco. Al tempo stesso, le importazioni in valore dai paesi esportatori di petrolio si sono ridotte del 17 %, soprattutto a causa della netta flessione del prezzo del petrolio in marchi, ma in parte anche in seguito ad un aumento nella quota degli acquisti di greggio dal Regno Unito e dalla Norvegia. Ne è risultato un deciso ampliamento dell'eccedenza commerciale della Germania con i paesi esportatori di petrolio, da \$0,6 miliardi nel 1977 a \$2,6 miliardi nel 1978.

Per quanto riguarda i movimenti di capitale, la netta contrazione, da \$5,6 a 1,1 miliardi, nei deflussi netti a lungo termine può essere ascritta a due categorie di



operazioni, entrambe fortemente influenzate dalle perturbazioni valutarie dell'anno scorso. Innanzitutto, le operazioni a lungo termine con l'estero del settore bancario hanno dato luogo ad afflussi netti per \$2,5 miliardi, in marcato contrasto con i deflussi netti di \$2,7 miliardi dell'anno precedente. In particolare, l'anno scorso le passività a lungo termine sull'estero del settore bancario sono aumentate di non meno di \$7,4 miliardi, in parte in conseguenza di forti acquisti da parte di non residenti di certificati di credito emessi dalle banche. Questi afflussi speculativi sono stati solo in parte neutralizzati da un aumento di \$4,3 miliardi dei prestiti bancari a lungo termine a non residenti, ivi inclusi acquisti da parte delle banche di "obbligazioni Carter" per \$1,6 miliardi. In secondo luogo, il deflusso netto derivante da investimenti di portafoglio si è ridotto da \$1,3 a 0,3 miliardi, soprattutto in seguito a maggiori acquisti di titoli tedeschi da parte di non residenti. Per quanto riguarda i restanti movimenti di capitali a lungo termine, i deflussi netti sono stati superiori a quelli del 1977: su base netta gli investimenti diretti all'estero sono saliti da \$1,4 a 2 miliardi e i deflussi di capitali netti ufficiali si sono raddoppiati, passando a \$1,5 miliardi.

Al modesto ammontare delle esportazioni nette di capitali a lungo termine si sono sommati deflussi netti di capitali a breve dal settore non bancario (inclusi errori e omissioni) per \$3 miliardi, che si contrappongono ad afflussi per \$2,4 miliardi nel 1977. Questa variazione ingloba una contrazione di \$3 miliardi nei prestiti finanziari collocati all'estero dal settore privato non bancario. Sebbene nel 1978 il saldo negativo nei crediti commerciali identificati sia rimasto invariato, la discrepanza statistica negativa relativamente ampia potrebbe rispecchiare un certo aumento nei crediti commerciali concessi dagli esportatori tedeschi. Nell'insieme dell'anno l'eccedenza globale della bilancia dei pagamenti tedesca è stata di \$4,9 miliardi, ossia di importo quasi quadruplo, in termini di dollari, rispetto al livello del 1977.

Se si comprendono le rettifiche di valutazione, le contropartite monetarie dell'attivo globale sono costituite da un aumento di \$6,7 miliardi nelle passività nette a breve del settore bancario e da un incremento di \$10,4 miliardi nelle attività nette ufficiali. La maggior parte dell'aumento nelle riserve ufficiali nette ha avuto luogo nell'ultimo trimestre del 1978, con un incremento di \$4,4 miliardi nel solo mese di ottobre, all'apice della crisi del dollaro, e un ulteriore aumento per \$2,8 miliardi negli ultimi due mesi dell'anno. Solo nel secondo trimestre, in concomitanza di un'effimera ripresa del dollaro, si è prodotta una flessione delle riserve nette delle autorità monetarie. Nel primo trimestre vi sono stati deflussi netti a breve per \$1,3 miliardi attraverso il settore bancario; in seguito gli afflussi netti sono aumentati costantemente, raggiungendo \$4,7 miliardi nel quarto trimestre.

Nel primo trimestre del 1979 le partite correnti hanno registrato un avanzo di \$1,5 miliardi, rispetto all'attivo di \$2,1 miliardi nel corrispondente periodo del 1978. Al tempo stesso, il saldo positivo della bilancia di base si è ridotto nettamente, passando da \$3,6 a 1,1 miliardi in seguito ad una ripresa dei deflussi di capitali netti a lungo termine. Per di più vi sono stati ingenti deflussi netti di capitali a breve bancari ed extrabancari, per complessivi \$6,1 miliardi, e le attività nette ufficiali sono diminuite di \$3 miliardi.

In Svizzera l'apprezzamento del franco durante il 1978 e le relative pressioni sui mercati dei cambi hanno contribuito a far aumentare l'eccedenza globale della bilancia dei pagamenti, che da \$4,7 miliardi nel 1977 è passata a \$10,2 miliardi. La

contropartita monetaria di tale attivo è rappresentata da un miglioramento netto di \$6,9 miliardi nella posizione monetaria ufficiale e di \$3,3 miliardi nelle attività nette sull'estero del sistema bancario.

Il saldo positivo delle partite correnti è passato da \$3,4 a 5,1 miliardi. Come di consueto tale eccedenza deriva soprattutto dalle entrate nette in conto servizi e trasferimenti, passate da \$3,5 a 4,6 miliardi. I redditi netti da investimenti, pari a \$3,5 miliardi, hanno superato di \$1 miliardo il livello del 1977; inoltre, i proventi netti dal turismo, anche se inferiori all'anno precedente se espressi in franchi svizzeri, in termini di dollari sono aumentati di \$0,3 miliardi, portandosi a \$1,5 miliardi. Il saldo dell'interscambio mercantile, dopo un disavanzo di \$0,1 miliardi nel 1977, è risultato in attivo per \$0,5 miliardi. Questa variazione deriva interamente da un miglioramento del 7,5 % nelle ragioni di scambio. Sulla base dei dati doganali, le variazioni quantitative della bilancia commerciale — un aumento del 5 % nelle esportazioni e del 10 % nelle importazioni — avrebbero di per sé prodotto un deterioramento di \$0,9 miliardi nel saldo del commercio con l'estero.

Nei movimenti di capitali l'elemento dominante è costituito da afflussi non identificati per \$11,1 miliardi. I movimenti di capitali identificati hanno invece presentato un disavanzo di \$6 miliardi, che ha rispecchiato l'attrazione esercitata sugli emittenti di obbligazioni e di *notes* dai modesti tassi di interesse sui prestiti denominati in franchi svizzeri. Il totale degli afflussi netti di capitali è stato pertanto di \$5,1 miliardi, rispetto ai \$1,2 miliardi del 1977.

Nel primo trimestre del 1979 il disavanzo dell'interscambio mercantile è ammontato a \$0,5 miliardi, cioè ad una cifra circa doppia rispetto al corrispondente trimestre del 1978. In gennaio e in marzo vi è stato un parziale riflusso dei capitali affluiti l'anno precedente, e la posizione netta ufficiale è peggiorata di \$1,9 miliardi nell'arco del trimestre.

Nel 1978 i tassi di cambio degli altri paesi europei del Gruppo dei Dieci sono stati molto meno soggetti a variazioni. In alcuni paesi, la relativa stabilità ha rispecchiato l'assenza di forti pressioni sui mercati dei cambi; in altri, le autorità sono intervenute in modo massiccio per mantenere il valore esterno delle loro monete lungo una via mediana compresa fra le maggiori monete divergenti. In entrambi i casi l'evoluzione delle bilance dei pagamenti nel 1978 ha risentito molto meno delle ricorrenti perturbazioni sui mercati dei cambi.

Nel 1978 l'eccedenza della bilancia delle partite correnti dell'Italia è aumentata nettamente, passando a \$6,4 miliardi, che rappresentano circa il 2,5 % del prodotto interno lordo, dai \$1,4 miliardi dell'anno precedente. La bilancia commerciale è migliorata di \$3 miliardi, e vi è stato altresì un miglioramento di \$2 miliardi nel saldo dei servizi e dei trasferimenti. Queste variazioni possono essere ascritte alla crescita relativamente lenta della domanda interna e al perdurare degli effetti del deprezzamento effettivo del 18 % subito dalla lira nel 1976.

Le ragioni di scambio sono migliorate del 2,5 % nel 1978, nonostante il deprezzamento della lira in relazione alle altre monete europee. Ciò comunque ha contribuito solo per \$1 miliardo circa al miglioramento complessivo dell'interscambio mercantile su base doganale. Le esportazioni di merci sono aumentate dell'11 % in volume, le importazioni di appena il 7,5 %. Tuttavia l'effetto dei movimenti in

quantità sul saldo commerciale sono stati minori che nel 1977, quando le esportazioni registrarono un aumento in volume del 7% e le importazioni un calo del 2%. Nel 1978 vi sono stati inoltre segni di un progressivo smorzarsi dell'evoluzione positiva della bilancia commerciale.

Il saldo attivo nei movimenti di capitali è passato a \$1,9 miliardi nel 1978, dai \$0,7 miliardi del 1977. I deflussi netti sotto forma di crediti commerciali sono scesi da \$0,7 a 0,3 miliardi e i rimborsi per \$0,8 miliardi di prestiti compensativi ottenuti all'estero dal settore pubblico sono aumentati di \$0,2 miliardi. Comunque il fattore singolo che ha influito maggiormente sulla variazione è stato il miglioramento di \$0,8 miliardi nel saldo della partita "errori ed omissioni", passata ad un attivo di \$0,3 miliardi. L'eccedenza globale del 1978 è stata di \$8,3 miliardi, che si è tradotta per \$7 miliardi in un aumento delle attività nette ufficiali.

Nel 1978 il saldo delle partite correnti della *Francia* è migliorato in modo spettacolare, passando da un deficit di \$3,3 miliardi ad un avanzo di \$4,2 miliardi, equivalente allo 0,9% del prodotto interno lordo. Per quanto vi sia stata una sensibile diminuzione degli afflussi netti di capitale, l'eccedenza globale è aumentata da \$2 a 4,6 miliardi.

Del miglioramento complessivo di \$7,5 miliardi nelle partite correnti, \$3 miliardi hanno riguardato i servizi e trasferimenti, passati ad una forte posizione eccedentaria, soprattutto nel quarto trimestre. Vi sono stati grossi aumenti negli introiti netti provenienti dal turismo e da servizi forniti in connessione ad importanti progetti costruttivi realizzati all'estero e a forme di cooperazione tecnica con altri paesi. La variazione positiva per \$4,5 miliardi nel saldo dell'interscambio mercantile è risultata soprattutto da un miglioramento del 4% delle ragioni di scambio, mentre il contributo netto derivante da un più elevato volume delle esportazioni è stato abbastanza modesto. Per contro, nel 1977 il miglioramento del saldo commerciale era dipeso da un'evoluzione positiva degli scambi in volume, poiché le ragioni di scambio erano peggiorate dell'1,5%.

I movimenti di capitale a lungo termine sono passati da un avanzo di \$0,3 miliardi nel 1977 ad un disavanzo di \$1,7 miliardi nel 1978. In conseguenza del miglioramento di parte corrente, il ricorso dei residenti a prestiti dall'estero soggetti ad autorizzazione del Tesoro si sono ridotti di \$2 miliardi, passando a \$3 miliardi, mentre per le altre principali voci dei movimenti di capitali a lungo termine i saldi sono rimasti pressoché invariati rispetto al 1977. Gli afflussi netti a breve, inclusi "errori ed omissioni", si sono ridotti da \$5 a 2 miliardi. Se si comprendono gli aggiustamenti di cambio e le rettifiche nel metodo di rilevazione, le riserve nette ufficiali e la posizione netta a breve sull'estero delle banche commerciali si sono accresciute rispettivamente di \$2,8 e 1,2 miliardi.

Nel primo trimestre del 1979, l'attivo commerciale destagionalizzato, pari a \$0,3 miliardi su base doganale, è rimasto pressoché invariato rispetto alla media dell'anno precedente. La posizione monetaria netta ufficiale è ulteriormente migliorata di \$1 miliardo.

La bilancia delle partite correnti del *Regno Unito* si è chiusa, nel 1978, con un leggero avanzo di \$0,5 miliardi, pressoché uguale a quello registrato nel 1977. Tuttavia, durante il corso dell'anno, essa ha manifestato una certa tendenza al miglioramento con il rallentarsi della ripresa economica, e nel quarto trimestre è risultato un saldo positivo destagionalizzato di \$0,8 miliardi. Nel complesso del 1978 la

bilancia di parte corrente ha tratto un beneficio netto per circa \$2 miliardi dall'aumento nella produzione interna di petrolio e di gas naturale; si prevede che nel 1979 questa fonte possa apportare un'ulteriore miglioramento di \$3 miliardi.

Nel 1978 le ragioni di scambio sono migliorate del 6% su base doganale, in gran parte in seguito alla solidità della sterlina. Se l'interscambio fosse rimasto immutato in termini quantitativi, le partite correnti sarebbero migliorate di quasi \$2 miliardi. Ma, poiché l'andamento in volume è stato negativo, con un aumento del 7,5% nelle importazioni e di appena il 4,5% nelle esportazioni, il saldo dell'interscambio mercantile è migliorato di appena \$0,7 miliardi, segnando un deficit di \$2,3 miliardi. Vi sono stati altresì miglioramenti nel saldo negativo dell'interscambio dei prodotti non lavorati, soprattutto nel settore petrolifero ed agricolo, mentre si è ridotto il saldo positivo dei manufatti, rispecchiando la sensibilità della domanda interna di tali beni al variare delle fasi del ciclo economico e la scarsa reattività dell'offerta interna nel 1978. L'eccedenza derivante dai servizi e trasferimenti è diminuita di \$0,8 miliardi, passando a \$2,8 miliardi. I movimenti favorevoli nella bilancia dei servizi e dei redditi di capitale sono stati sopravvanzati da un deterioramento di \$1,7 miliardi nel saldo dei trasferimenti, derivato per \$1 miliardo da trasferimenti ufficiali netti addizionali a favore delle Comunità europee.

L'enorme saldo positivo nei movimenti di capitali del 1977, che aveva rispecchiato la ripresa della sterlina dalla crisi del 1976, non si è naturalmente ripetuto e nel 1978 vi è stato un modesto afflusso di capitali per \$0,6 miliardi. Pertanto, il saldo globale si è chiuso con un attivo di \$1,1 miliardi. Sono stati rimborsati \$1,9 miliardi di crediti ottenuti dal FMI, insieme a \$0,7 miliardi di prestiti netti contratti da enti del settore pubblico in base a vari schemi di garanzia di cambio. Tuttavia lo Stato ha raccolto a proprio nome nuovi fondi sul mercato obbligazionario di New York per \$350 milioni. Nel corso dell'anno la posizione ufficiale netta è peggiorata di \$2,6 miliardi, mentre le passività nette sull'estero delle banche sono diminuite di \$3,1 miliardi.

All'epoca della stesura della presente Relazione i dati della bilancia commerciale erano disponibili solo fino a gennaio; tuttavia, nel primo trimestre del 1979 vi sono stati massicci afflussi di fondi convertiti in sterline, e con l'ulteriore contributo di un'assegnazione di \$0,4 miliardi di diritti speciali di prelievo, le riserve ufficiali del Regno Unito sono aumentate di \$1,8 miliardi. In marzo, la rivalutazione delle riserve ufficiali ne ha fatto ulteriormente aumentare di \$4,5 miliardi il valore pubblicato, che alla fine del mese risultava pertanto di \$21,9 miliardi.

L'anno scorso il disavanzo di parte corrente della *Svezia*, che nel 1977 aveva raggiunto \$2,8 miliardi, si è contratto a \$1 miliardo. Ciò è avvenuto nonostante un aumento di \$0,5 miliardi nel disavanzo delle partite invisibili, risultante in parte dal maggior onere finanziario del servizio del debito con l'estero e dalla cancellazione straordinaria di crediti a vantaggio di alcuni paesi in via di sviluppo. Per quanto riguarda la bilancia commerciale, nonostante un peggioramento del 2,5% nelle ragioni di scambio, il mutato indirizzo di politica economica nel 1977 — che ha comportato fra l'altro provvedimenti di contenimento della domanda e due svalutazioni della corona — rafforzato da moderate rivendicazioni salariali nel 1978, ha condotto ad un aumento dell'avanzo da \$0,3 a 2,6 miliardi. In termini di volume le esportazioni di merci sono aumentate del 7% mentre le importazioni si sono contratte del 6,5%.

La contrazione del deficit di parte corrente ha attenuato l'esigenza di finanziamento esterno, e di conseguenza l'eccedenza nei movimenti di capitali si è ridotta da \$ 3,2 a 0,6 miliardi. La bilancia globale si è chiusa con un disavanzo di \$ 0,4 miliardi, le cui contropartite sono rappresentate da un deterioramento di \$ 1,2 miliardi nella posizione netta delle banche sull'estero e da un aumento di \$ 0,7 miliardi nelle attività nette ufficiali sull'estero.

La bilancia dei pagamenti dell'*Unione economica Belgio-Lussemburgo* — ora calcolata interamente sulla base dei dati doganali — non ha presentato variazioni di rilievo rispetto al 1977. Il disavanzo di parte corrente è stato di \$ 0,6 miliardi, con una riduzione di \$ 0,1 miliardi rispetto all'anno precedente. Vi è stata una leggera flessione del saldo positivo dei servizi e trasferimenti, più che compensata però da un miglioramento per \$ 0,3 miliardi nella bilancia commerciale, il cui deficit è sceso a \$ 1,1 miliardi. Il totale dei deflussi netti di capitali è aumentato di \$ 0,1 miliardi, passando a \$ 0,6 miliardi, con una variazione di \$ 1 miliardo da introiti a deflussi netti sotto forma di crediti commerciali, largamente compensata da una riduzione dei prestiti a lungo termine concessi all'estero dalle banche, di modo che il disavanzo globale — di \$ 1,1 miliardi — è stato praticamente uguale a quello del 1977. Nella prima parte dell'anno la posizione monetaria netta ufficiale è migliorata in seguito agli acquisti di valuta delle autorità per regolare posizioni debitorie presso il Fondo europeo di Cooperazione monetaria, ma l'insorgere di nuove pressioni sul franco belga all'interno della fluttuazione congiunta europea in estate e all'inizio dell'autunno, successivamente allentate con il riallineamento dei tassi di cambio del 16 ottobre, ha comportato l'accensione di nuovi debiti. Per l'anno nel complesso la posizione monetaria netta ufficiale, incluse le rettifiche di valutazione, è peggiorata di \$ 0,3 miliardi. Il resto del disavanzo globale è stato finanziato mediante un deterioramento di \$ 0,5 miliardi nella posizione netta a breve sull'estero delle banche. Le disponibilità nette in franchi belgi di non residenti sono aumentate nel corso dell'anno di \$ 1,1 miliardi.

Nel 1978 la bilancia dei pagamenti dei *Paesi Bassi* è peggiorata nettamente poichè il disavanzo globale è passato da \$ 1,2 a 3,7 miliardi. Per il secondo anno consecutivo il saldo delle partite correnti si è deteriorato sensibilmente, passando a un disavanzo di \$ 1,4 miliardi, il primo dal 1971. Il peggioramento di parte corrente è dipeso in misura di \$ 0,6 miliardi dall'ampliamento del disavanzo commerciale, con un aumento delle importazioni reali di oltre il 5 % ed una crescita delle esportazioni reali (che nel 1977 erano diminuite) inferiore al 2 %. Inoltre vi è stato un deterioramento di \$ 1,2 miliardi delle partite invisibili, passate in disavanzo per \$ 0,4 miliardi, a causa soprattutto di un aumento delle spese nette in conto turismo e di minori introiti nei noli e nei redditi da investimenti.

All'ulteriore indebolimento della bilancia dei pagamenti di parte corrente si è accompagnato un aumento di \$ 1,2 miliardi nei deflussi netti di capitali a lungo termine, ammontati a \$ 2,5 miliardi. Il credito netto all'estero delle banche è stato superiore al 1977 mentre sono diminuiti gli afflussi netti in forma di investimenti di portafoglio. I movimenti di capitali non bancari a breve, incluse le partite non identificate, hanno registrato un modesto afflusso netto. Considerando le variazioni di valutazione e gli aggiustamenti per le differenze nel metodo di rilevazione, il deterioramento della posizione monetaria netta globale sull'estero, pari a \$ 3,5 miliardi, è stato alquanto inferiore al disavanzo complessivo della bilancia dei pagamenti. Gli afflussi netti a breve attraverso il sistema bancario, che sono ammontati a \$ 3,3

miliardi, hanno infatti coperto una parte molto ampia di tale disavanzo. Le attività monetarie nette ufficiali, escluse le variazioni derivanti dalla rivalutazione delle riserve auree, sono diminuite di soli \$0,2 miliardi.

Nel 1978 il disavanzo delle partite correnti del *Canada* ha raggiunto \$4,6 miliardi, con un aumento di \$0,7 miliardi rispetto al 1977. Il deterioramento è attribuibile interamente alla crescita di \$1 miliardo del disavanzo delle partite invisibili, a sua volta derivante in gran parte dall'aumentato costo del servizio del debito esterno e dalla cancellazione di crediti ufficiali a vantaggio di alcuni paesi in via di sviluppo. L'eccedenza dell'interscambio mercantile è aumentata di \$0,3 miliardi, passando a \$3 miliardi, nonostante un peggioramento di circa il 3,5 % delle ragioni di scambio dovuto al deprezzamento del dollaro canadese; nel 1978 il saldo positivo nell'interscambio di semilavorati ha presentato un aumento particolarmente marcato.

Sebbene la politica dei tassi di interesse sia stata dominata da considerazioni di politica economica esterna, il consueto attivo dei movimenti di capitali autonomi, che nel 1977 era ammontato a \$1,2 miliardi, lo scorso anno si è trasformato in un deficit di \$2 miliardi. Le maggiori componenti di questa brusca variazione sono stati una riduzione negli afflussi netti per investimenti di portafoglio (da \$5,1 a 2,3 miliardi) e un ampliamento (da \$0,2 a 1,8 miliardi) del disavanzo nel conto degli investimenti diretti. Il saldo negativo della voce "errori ed omissioni" si è ridotto di \$1 miliardo rispetto al 1977. Sono pertanto occorsi finanziamenti per \$6,6 miliardi per coprire il disavanzo derivante dalle operazioni correnti e dai movimenti autonomi di capitali. Su questo totale, \$2,4 miliardi sono provenuti da prestiti e titoli collocati dal Governo canadese sul mercato di New York e in Germania, mentre altri \$2,7 miliardi sono provenuti da prelievi a fronte di crediti rotativi accordati al Governo da banche canadesi ed estere. Ove si includano le rettifiche di valutazione, vi è stato un deterioramento di \$1,6 miliardi nella posizione monetaria netta sull'estero. Le attività ufficiali nette verso l'estero sono aumentate di \$0,3 miliardi, mentre le passività esterne nette a breve delle banche sono salite di \$1,9 miliardi.

Negli *altri paesi sviluppati* (non compresi fra il Gruppo dei Dieci e la Svizzera), nel 1978 il disavanzo complessivo delle partite correnti si è ridotto in modo molto marcato, passando a \$11,4 miliardi, con una contrazione di \$12 miliardi. Questo miglioramento ha tratto origine soprattutto dall'interscambio mercantile, rispecchiando in generale un apprezzabile aumento quantitativo delle esportazioni e sensibili riduzioni nel volume delle importazioni in seguito a politiche interne restrittive. Inoltre alcuni paesi di questo gruppo hanno beneficiato di notevoli aumenti negli introiti netti dalle partite invisibili, soprattutto grazie alla rapida crescita delle entrate nette per il turismo. Il miglioramento delle partite correnti è stato avvertito soprattutto in Spagna, Norvegia, Turchia e Austria, paesi che hanno ottenuto variazioni particolarmente positive nell'interscambio in volume e le cui posizioni si sono rafforzate rispettivamente di \$4, 2,8, 2 e 1,5 miliardi. L'unico forte peggioramento, per \$1,4 miliardi, si è avuto in Australia.

Riducendosi l'esigenza di finanziamento esterno, in presenza di condizioni di agevole accesso al credito internazionale, questi paesi hanno mantenuto le loro importazioni complessive nette di capitali a circa lo stesso livello degli ultimi anni, ed hanno approfittato delle favorevoli circostanze per accrescere le riserve ufficiali di \$11,8 miliardi, il primo forte incremento dal 1973. Tuttavia, poiché i prestiti lordi per \$9 miliardi dalle banche del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, nonché dalle

**Paesi sviluppati: posizioni monetarie sull'estero.<sup>1</sup>**

Paesi	Fine anno	Oro <sup>2</sup>	Riserve valutarie nette	Posizioni creditorie e debitorie verso il FMI	Totale attività ufficiali (al netto)	Banche commerciali (al netto)	Totale attività sull'estero (al netto)	Variazioni <sup>3</sup>	
								Attività ufficiali (al netto)	Banche commerciali (al netto)
milioni di dollari USA									
Austria . . .	1977	895	2.770	510	4.175	-3.225	950	— 190	— 1.005
	1978	960	4.370	465	5.795	-3.890	1.905	— 1.620	— 665
Belgio-Lussemburgo	1977	1.790	2.000	1.440	5.230	-4.400	830	— 110	— 1.835
	1978	1.795	1.770	1.330	4.895	-4.895	.	— 335	— 495
Canada . . .	1977	935	1.315	1.355	3.605	— 915	2.690	— 1.255	— 1.595
	1978	1.010	1.845	1.075	3.930	-2.740	1.190	325	— 1.910 <sup>4</sup>
Danimarca .	1977	90	1.320	205	1.605	555	2.160	830	205
	1978	90	2.845	220	3.155	85	3.240	1.550	— 470
Finlandia . .	1977	40	425	— 175	290	— 655	— 365	50	50
	1978	45	905	— 60	890	— 490	400	600	165
Francia . . .	1977	16.720	4.060	1.185	21.965	.	.	735 <sup>5</sup>	855
	1978	22.340	7.070	975	30.385	.	.	2.810 <sup>5</sup>	1.190
Germania . .	1977	4.995	31.220	4.085	40.300	-5.600	34.700	4.865	— 4.265
	1978	5.010	39.635	6.095	50.740	-12.260	38.480	10.440	— 6.660
Giappone . .	1977	920	18.785	2.270	21.975	-12.935	9.040	5.910	1.190
	1978	1.090	25.000	3.565	29.655	-16.430	13.225	7.680	— 3.495
Grecia . . .	1977	160	— 220	— 200	— 260	40	— 220	5	10
	1978	170	— 360	— 180	— 370	30	— 340	— 110	— 10
Irlanda . . .	1977	20	2.215	135	2.370	-1.035	1.335	535	— 515
	1978	20	2.530	140	2.690	-1.110	1.580	320	— 75
Italia . . . .	1977	11.260	4.415	— 1.775	13.900	-6.450	7.450	5.820 <sup>5</sup>	— 3.455
	1978	14.335	10.190	— 535	23.990	-5.050	18.940	7.025 <sup>5</sup>	1.400
Jugoslavia .	1977	65	2.030	— 245	1.850	.	.	170	.
	1978	75	2.290	— 140	2.225	.	.	375	.
Norvegia . .	1977	45	1.170	400	1.615	230	1.845	— 700	405
	1978	50	2.360	395	2.805	— 95	2.710	1.190	— 325
Paesi Bassi .	1977	2.305	3.645	1.845	7.795	-2.230	5.565	365	— 1.340
	1978	6.490	3.620	1.140	11.250	-5.480	5.770	— 240 <sup>5</sup>	— 3.250
Portogallo .	1977	1.025	— 1.185	— 290	— 450	— 480	— 930	— 520	— 620
	1978	1.010	— 955	— 265	— 210	— 295	— 505	240	185
Regno Unito .	1977	940	4.320 <sup>6</sup>	— 3.425	1.835	.	.	11.865	— 2.585 <sup>7</sup>
	1978	965	— 145 <sup>6</sup>	— 1.650	— 830	.	.	— 2.665	3.130 <sup>7</sup>
Spagna . . .	1977	610	5.465	— 635	5.440	-5.390	50	1.160	— 1.585
	1978	660	9.110	— 490	9.280	-6.245	3.035	3.840	— 855
Stati Uniti .	1977	11.720	-126.065 <sup>8</sup>	7.575	-106.770	24.815 <sup>9</sup>	-81.955	— 33.540	4.170
	1978	11.670	-152.050 <sup>8</sup>	2.605	-137.775	42.755 <sup>9</sup>	-95.020	— 31.090 <sup>4</sup>	16.640 <sup>4</sup>
Svezia . . .	1977	250	2.935	405	3.590	— 180	3.410	1.155	— 715
	1978	275	3.620	395	4.290	-1.385	2.905	700	— 1.205
Svizzera . . .	1977	3.515	9.740	475	13.730	13.515	27.245	670	3.990
	1978	3.515	16.750	400	20.665	16.780	37.445	6.935	3.265
Turchia . . .	1977	155	— 3.240	— 410	— 3.495	.	.	— 2.495	— 5
	1978	165	— 3.670	— 620	— 4.125	.	.	— 630	20

<sup>1</sup> Nella maggior parte dei paesi i dati sopra riportati non corrispondono esattamente a quelli pubblicati. <sup>2</sup> In Francia, in Italia e nei Paesi Bassi l'oro è valutato a prezzi in linea con il mercato; un quarto dei paesi riportati valuta l'oro a \$42,22 l'oncia; nei restanti paesi l'oro è valutato attraverso i DSP, convertiti in dollari ai tassi correnti dollaro-DSP. <sup>3</sup> La somma delle ultime due colonne corrisponde al saldo globale rettificato della tabella a pagina 95. <sup>4</sup> A causa di una interruzione delle serie, la differenza fra le cifre di fine 1977 e di fine 1978 non corrisponde alla variazione indicata per il 1978. <sup>5</sup> Escluse le variazioni derivanti dalla rivalutazione dell'oro. <sup>6</sup> Comprende, come passività, le obbligazioni di Stato denominate in valute, l'indebitamento della pubblica amministrazione sul mercato eurovalutario ed altri debiti contratti dal settore pubblico nel quadro del sistema di garanzia di cambio. <sup>7</sup> Include le variazioni nelle posizioni in valuta delle banche verso non residenti, nel loro credito in sterline verso non residenti e in tutte le passività in sterline verso non residenti, ufficiali e privati. <sup>8</sup> Uguale alle attività in valuta convertibili meno le passività verso istituzioni ufficiali straniere, in base ai dati dichiarati dalle banche. <sup>9</sup> Crediti delle banche verso stranieri meno le passività verso istituzioni non ufficiali estere.

Transazioni di parte corrente dei paesi sviluppati,  
ad esclusione del Gruppo dei Dieci e della Svizzera.<sup>1</sup>

Paesi ed aree	Saldo commerciale (f.o.b.)			Saldo dei servizi e dei trasferimenti			Saldo delle partite correnti		
	1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978
miliardi di dollari USA									
Austria . . . . .	- 2,54	- 3,79	- 2,98	1,07	0,81	1,47	- 1,47	- 2,98	- 1,51
Danimarca . . . . .	- 2,88	- 2,69	- 2,39	0,97	1,01	0,99	- 1,91	- 1,68	- 1,40
Finlandia . . . . .	- 0,58	0,53	1,20	- 0,59	- 0,69	- 0,62	- 1,17	- 0,16	0,58
Grecia <sup>2</sup> . . . . .	- 2,69	- 3,16	- 3,50	1,60	1,88	2,25	- 1,09	- 1,28	- 1,25
Irlanda . . . . .	- 0,62	- 0,81	- 1,03	0,30	0,51	0,72	- 0,32	- 0,30	- 0,31
Islanda . . . . .	- 0,02	- 0,05	0,03	0	0	0	- 0,02	- 0,05	0,03
Jugoslavia . . . . .	- 1,76	- 3,33	- 3,49	1,91	1,73	2,47	0,15	- 1,60	- 1,02
Norvegia . . . . .	- 3,49	- 4,02	- 0,58	- 0,26	- 0,91	- 1,52	- 3,75	- 4,93	- 2,10
Portogallo <sup>3</sup> . . . . .	- 2,11	- 2,52	- 2,31	0,87	1,02	1,57	- 1,24	- 1,50	- 0,74
Spagna . . . . .	- 7,33	- 6,22	- 4,02	3,04	3,77	5,53	- 4,29	- 2,45	1,51
Turchia . . . . .	- 2,62	- 3,43	- 1,82	0,32	0,04	0,40	- 2,30	- 3,39	- 1,42
Europa occidentale . . . . .	-26,64	-29,49	-20,89	9,23	9,17	13,26	-17,41	-20,32	- 7,63
Australia . . . . .	2,03	1,00	0,08	- 3,48	- 3,53	- 3,96	- 1,45	- 2,53	- 3,90
Nuova Zelanda . . . . .	- 0,05	0,27	0,70	- 0,70	- 0,90	- 1,10	- 0,75	- 0,63	- 0,40
Sud Africa . . . . .	- 0,24	2,52	4,00	- 1,63	- 1,94	- 2,50	- 1,87	0,58	1,50
Emisfero australe . . . . .	1,74	3,79	4,76	- 5,81	- 6,37	- 7,56	- 4,07	- 2,58	- 2,80
Israele . . . . .	- 2,65	- 2,16	- 2,84	1,56	1,68	1,86	- 1,09	- 0,48	- 0,98
Totale . . . . .	-27,55	-27,86	-18,97	4,98	4,48	7,56	-22,57	-23,38	-11,41

<sup>1</sup> Sulla base dei dati doganali. <sup>2</sup> Su base valutaria. <sup>3</sup> Parzialmente su base valutaria.

filiali estere delle banche statunitensi operanti nell'area dei Caraibi e in Estremo Oriente sono stati sopravanzati da un aumento di \$10,4 miliardi nelle attività verso queste banche, su base netta tali paesi paiono essere passati dal ricorso al credito bancario all'indebitamento presso soggetti extrabancari.

#### Paesi esportatori di petrolio.

Uno degli eventi economici più importanti del 1978 è stata la riduzione nel surplus di parte corrente dei paesi esportatori di petrolio da \$29 a 7 miliardi. Tale contrazione è il risultato di numerosi fattori. Anzitutto la domanda mondiale di petrolio è cresciuta lentamente, mentre, in modo analogo al 1977, sono rapidamente aumentate le forniture di diversa provenienza, e sono state ridotte le scorte di greggio nei paesi consumatori. Pertanto il volume delle esportazioni di petrolio da parte dei principali paesi esportatori si è contratto di circa il 5%. In secondo luogo, il prezzo in dollari USA di molti tipi di petrolio era rimasto invariato dal 1° luglio 1977, mentre da allora il dollaro si è deprezzato fortemente rispetto alla maggior parte delle principali monete. Di conseguenza, fra il 1977 e il 1978 le ragioni di scambio dei principali paesi petroliferi sono peggiorate di oltre il 10%. In terzo luogo, ha continuato ad aumentare il volume delle importazioni di questi paesi, per quanto a tassi molto più modesti degli anni precedenti (il 5% rispetto ad un tasso annuo di circa il 20% nel 1976 e 1977 e di circa il 40% nel 1974 e 1975). La decelerazione delle importazioni è stata particolarmente marcata nei paesi a bassa capacità d'importazione. Infine ha continuato ad aumentare il saldo passivo dei servizi e dei trasferimenti



non ufficiali. Il deterioramento dei saldi delle partite correnti appare ripartito in modo abbastanza uniforme fra i paesi ad elevata e quelli a bassa capacità d'importazione; questi ultimi hanno sofferto di un calo più accentuato nelle esportazioni, presumibilmente a causa del ruolo dell'Arabia Saudita come produttore residuale di petrolio, mentre le importazioni dei primi si sono accresciute in misura maggiore.

Per quel che concerne l'investimento dell'eccedenza, ridottasi fortemente, come già detto, rispetto al 1977, va anzitutto notato che lo scorso anno i proventi netti di parte corrente dei paesi esportatori di petrolio sono stati integrati da crediti per \$18 miliardi ottenuti dal sistema bancario internazionale, cosicché i capitali disponibili per investimenti sono ammontati a circa \$25 miliardi. Sulla base delle indicazioni presenti, pare esservi stata una tendenza a ridurre soprattutto l'acquisizione di attività liquide piuttosto che gli investimenti a più lungo termine.

La recente evoluzione del prezzo del petrolio comporterà ovviamente un sensibile aumento dell'eccedenza di parte corrente dei paesi esportatori di petrolio per il 1979. Sebbene il programma degli aumenti di prezzo annunciato dai paesi OPEC nel dicembre 1978 non abbia fatto altro che compensare le perdite, in termini di ragioni di scambio, sofferte dai paesi esportatori di petrolio nel 1978, l'interruzione delle forniture di petrolio dall'Iran ha volto le condizioni di mercato in favore dei paesi esportatori, consentendo l'imposizione di ulteriori aumenti e sovrapprezzi. Per di più, oltre a questi rincari, potrà esservi anche un leggero incremento quantitativo delle esportazioni di petrolio.

#### Paesi in via di sviluppo non petroliferi.

Dopo essere migliorato per due anni consecutivi, il disavanzo complessivo di parte corrente dei paesi in via di sviluppo non petroliferi è aumentato di \$9 miliardi del 1978, raggiungendo \$24 miliardi. Raffrontato al valore totale del commercio mondiale, questo risultato non rappresenta altro che un ritorno alla situazione esistente nel 1976, e il facile accesso al credito sui mercati internazionali dei capitali ha fatto sì che non vi fossero in genere difficoltà nel finanziare i deficit.

Sebbene vi sia stato probabilmente un lieve aumento quantitativo delle importazioni nette, il deterioramento generalizzato nelle partite correnti di questi paesi è attribuibile soprattutto ad un peggioramento del 5% delle ragioni di scambio, risultante da una flessione dei prezzi (mediamente del 15%) dei prodotti primari fra il 1977 e il 1978 in relazione ai prezzi all'esportazione dei paesi industriali. Tuttavia, verso la fine del 1978 e nei primi mesi del 1979 vi sono stati chiari segni di una ripresa nei prezzi dei prodotti primari in reazione ai crescenti livelli di attività economica nel mondo industriale. In nessuna importante area geografica è stato possibile evitare un ampliamento dei disavanzi di parte corrente: in rapporto alle loro importazioni, i disavanzi dei paesi africani sono aumentati più degli altri, mentre i paesi del Medio Oriente appartenenti a questo gruppo hanno presentato un andamento relativamente buono. Fra i singoli paesi relativamente sviluppati, l'Argentina e Formosa hanno accresciuto le proprie eccedenze di parte corrente, mentre la Corea del Sud è passata in posizione deficitaria, il disavanzo del Brasile si è fortemente ampliato, in parte in seguito alla caduta del prezzo del caffè dopo il *boom* del 1977. Si è sostenuto che l'espansione del potenziale produttivo in alcuni di questi paesi relativamente sviluppati, unitamente alla disponibilità di manodopera relativamente a basso costo, abbia acuito la recessione nei paesi industriali e certamente causato difficoltà in

particolari settori industriali. Ma dal massimo del precedente ciclo economico ossia dal 1973, gli acquisti netti di manufatti dei paesi OCSE da parte dei paesi in via di sviluppo non petroliferi sembrano aver registrato un aumento annuo di circa il 6%, e nel 1977, ultimo anno per il quale sono disponibili dati completi, l'eccedenza dell'area OCSE nell'interscambio di manufatti con questo gruppo di paesi è stato dell'ordine di \$45 miliardi. Nello stesso periodo la domanda di manufatti all'interno dell'OCSE è cresciuta ad un tasso ben inferiore; si deve pertanto ritenere che i paesi in via di sviluppo non petroliferi nel loro complesso abbiano esercitato un effetto stabilizzante sulla produzione del mondo industriale durante la fase di recessione.

L'aumento delle riserve dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, pari a \$13 miliardi, è stato persino superiore a quello del 1977, nonostante l'accresciuto disavanzo di parte corrente. Questo aumento è stato concentrato in un piccolo numero di paesi, ma considerando il gruppo nel suo insieme si osserva, come nei due anni precedenti, un aumento del rapporto fra le riserve e le importazioni. Gli afflussi complessivi di capitali hanno superato di circa \$10 miliardi il livello del 1977; la maggior parte degli afflussi addizionali, senza dubbio indotti dal perdurare di condizioni di facile accesso al credito sui mercati internazionali dei capitali, è provenuta da fonti non ufficiali. Vi sono stati modesti rimborsi netti di debiti al FMI e ad altre istituzioni monetarie.

#### Paesi ad economia pianificata.

Dopo essersi gradualmente ridotto nei due precedenti anni, portandosi a solo \$1 miliardo nel 1977, il disavanzo commerciale complessivo dei paesi ad economia pianificata è passato a circa \$5 miliardi nel 1978. Se si considerano i singoli paesi, il deterioramento maggiore (circa \$3 miliardi) ha interessato l'Unione Sovietica, paese in cui sono fortemente aumentate le importazioni di cereali. E' probabile che anche il saldo delle transazioni invisibili del gruppo abbia segnato un peggioramento. I pagamenti in conto interessi sui debiti verso l'estero devono essere certamente aumentati rispetto al 1977, a causa sia di nuovi prestiti, sia dell'aumento dei tassi di interesse espressi in dollari.

Per quanto riguarda il commercio con i paesi membri dell'OCSE, nel 1978 il disavanzo dei paesi ad economia pianificata è aumentato da \$7 a 10 miliardi. Gran parte di questo aumento è imputabile alla Cina, le cui importazioni dai paesi OCSE sono aumentate di due terzi in termini di dollari. Pur essendo ammontate a quasi \$7 miliardi, esse continuano a rappresentare, comunque, meno dell'1% delle esportazioni totali dell'OCSE. Il disavanzo dei paesi dell'Europa orientale con i paesi dell'OCSE è salito da \$1,5 a 7 miliardi.

Due elementi principali possono essere individuati nel finanziamento del disavanzo complessivo delle economie pianificate nel 1978. Anzitutto l'indebitamento netto dei paesi dell'Europa orientale verso le banche che dichiarano le proprie posizioni esterne alla BRI è aumentato di \$7 miliardi. In secondo luogo, l'Unione Sovietica ha venduto circa 450 tonnellate di oro per un valore che potrebbe essersi aggirato intorno ai \$3 miliardi.

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

Il 1978 è stato un anno di attività febbrile sui mercati internazionali del credito. Ciò vale soprattutto per il settore bancario, dove l'espansione delle operazioni internazionali ha raggiunto livelli senza precedenti. La perdurante debolezza della domanda di credito da parte delle imprese sui mercati nazionali e, al di fuori degli Stati Uniti, gli effetti di creazione di liquidità esercitati dall'ampio disavanzo nella bilancia delle transazioni ufficiali di questo paese, hanno spronato le banche alla ricerca di nuovi impieghi a livello internazionale. Ne sono derivate un'intensificazione della concorrenza interbancaria e un'ulteriore compressione dei margini di utile delle banche a livelli che sembrano basati sul presupposto di un futuro senza problemi e senza rischi di perdite. I mutuatari, sia paesi in disavanzo, sia società private, hanno tratto vantaggio dalle condizioni estremamente favorevoli sui mercati internazionali del credito non solo per soddisfare le esigenze correnti di finanziamento, ma anche per accrescere la propria liquidità. Una parte rilevante del conseguente incremento delle riserve è riaffluita al settore bancario internazionale, rafforzando in tal modo l'impulso espansivo proveniente dal lato dell'offerta dei mercati. A questa espansione delle operazioni di tipo più duraturo si è sovrapposto uno sviluppo assai pronunciato delle posizioni a breve sorte in connessione alle perturbazioni sui mercati dei cambi, ma poi in larga parte liquidate con il ritorno della fiducia nel dollaro nei primi mesi del 1979.

### Aspetti salienti.

Per effetto di questi vari fattori, nel 1978 il totale delle attività sull'estero delle banche operanti nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Austria, Danimarca, Irlanda e Svizzera, nonché delle filiali di banche statunitensi nei centri *offshore*, si è accresciuto di \$213 miliardi, una cifra quasi doppia rispetto a quella del 1977. Tuttavia, questo importo lordo esagera notevolmente l'accelerazione nell'espansione reale del mercato. In primo luogo, il dato dell'incremento relativo al 1978 comprende per la prima volta le posizioni delle banche in Austria, Danimarca e Irlanda nonché talune voci connesse al commercio internazionale per quanto concerne le attività sull'estero in moneta nazionale delle banche nel Regno Unito e in Francia. In secondo luogo, queste cifre in dollari sopravvalutano in un certo senso il reale incremento intervenuto, a causa del deprezzamento del dollaro. Si può stimare che gli effetti delle variazioni di cambio abbiano accresciuto di \$32 miliardi — \$14 miliardi in più rispetto al 1977 — il valore in dollari delle attività sull'estero delle banche in monete diverse dal dollaro. In terzo luogo, data l'incidenza delle operazioni relativamente a breve termine connesse agli eventi sui mercati dei cambi, l'espansione delle posizioni interbancarie nei centri del mercato eurovalutario è stata particolarmente pronunciata. Al netto delle duplicazioni contabili che derivano dal rideposito di fondi tra le banche dichiaranti, si può quindi stimare che l'espansione del credito bancario internazionale sia aumentata da \$75 miliardi nel 1977 a "soli" \$110 miliardi nel 1978 o, se si escludono gli effetti

**Mercato internazionale del credito.**

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

Mutuanti	Variazioni			Ammontare in essere 1978
	1976	1977	1978	
	miliardi di dollari USA			
Banche nei paesi europei dichiaranti <sup>1</sup> . . . . .	+ 55,7	+ 80,6	+ 145,2	611,4
di cui in valuta estera (Euromercato) . . . . .	+ 47,2	+ 68,5	+ 117,2	502,0
Banche in Canada e Giappone. . . . .	+ 4,8	+ 0,8	+ 16,3	56,1
Banche negli Stati Uniti . . . . .	+ 21,3	+ 11,5	+ 36,4	129,0
Filliali di banche USA nei centri offshore <sup>2</sup> . . . . .	+ 23,8	+ 16,2	+ 15,4	106,5
Totale (tutte le banche dichiaranti) . . . . .	+ 105,6	+ 109,1	+ 213,3	903,0
meno: duplicazioni contabili derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante . . . . .	35,6	34,1	103,3	363,0
A = Incremento netto del credito bancario internazionale <sup>3</sup> . . . . .	70,0	75,0	110,0	540,0
Emissioni di euroobbligazioni e di obbligazioni estere . . . . .	34,3	36,1	36,7	.
meno: rimborsi e riacquisti . . . . .	4,3 <sup>4</sup>	5,1 <sup>4</sup>	8,2 <sup>4</sup>	.
B = Incremento netto del finanziamento internazionale mediante obbligazioni . . . . .	30,0	31,0	28,5	.
A+B = Incremento del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni . . . . .	100,0	106,0	138,5	.
meno: duplicazioni contabili <sup>5</sup> . . . . .	3,5	4,0	6,5	.
Incremento netto del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni. . . . .	96,5	102,0	132,0	.

<sup>1</sup> Austria, Belgio, Lussemburgo, Danimarca, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera e Regno Unito. <sup>2</sup> Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. <sup>3</sup> 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 mutuino 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 mutuatrici 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. <sup>4</sup> 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. <sup>5</sup> Obbligazioni acquisite 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.

delle variazioni di cambio, da poco più di \$65 miliardi a \$90 miliardi circa. Infine va sottolineato che anche la cifra rettificata di \$110 miliardi comprende non solo i crediti diretti al settore non bancario, ma anche l'impiego di fondi per crediti a banche situate al di fuori dell'area dichiarante, per operazioni di conversione in moneta nazionale, per la copertura di posizioni in cambi e così via.

Considerando i singoli settori del mercato, lo scorso anno gli elementi più dinamici sono stati gli impieghi sull'estero delle banche situate in Giappone e negli Stati Uniti. L'aumento di \$12 miliardi, pari al 55 %, nelle attività sull'estero delle banche in Giappone va visto nel contesto dell'esigenza di finanziare l'ampio avanzo

delle partite correnti di questo paese e di riconvogliare all'estero i fondi affluiti nel paese per ragioni connesse all'andamento dei cambi. Per contro, l'incremento di \$36,4 miliardi, pari a quasi il 40%, nelle attività sull'estero delle banche negli Stati Uniti ha rispecchiato la perdita di fiducia nel dollaro e la conseguente aspirazione degli altri paesi ad aumentare l'indebitamento in questa moneta. Una seconda ragione della rapida espansione nella posizione creditoria sull'estero delle banche negli Stati Uniti è stata l'abolizione, nell'agosto del 1978, della riserva obbligatoria sui fondi bancari provenienti dall'estero, che ha indotto le banche statunitensi ad accentrare maggiormente le operazioni internazionali di credito presso le case-madri negli Stati Uniti. Questo provvedimento delle autorità americane, dettato da considerazioni inerenti al tasso di cambio, contribuisce a spiegare un altro aspetto significativo dello scorso anno, e cioè il calo relativo delle operazioni effettuate dalle banche statunitensi tramite le loro filiali nei centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente. Lo scorso anno le attività di queste filiali sono aumentate solo di \$15,4 miliardi, con un tasso di incremento del 17%, notevolmente inferiore sia a quello dei crediti concessi direttamente dagli Stati Uniti, sia ai tassi di espansione registrati negli anni precedenti.

In termini assoluti, il più forte incremento nelle posizioni sull'estero è stato come di consueto quello registrato dalle banche nell'area europea dichiarante, pari a \$145 miliardi, di cui \$30 miliardi attribuibili a variazioni di valutazione. Escludendo gli effetti di queste variazioni, le attività convenzionali sull'estero in moneta nazionale sono aumentate di circa \$16 miliardi, ovvero del 17%, e quelle in valuta di circa \$99 miliardi, ossia del 25%. Se si escludono le duplicazioni contabili, ma si comprendono i crediti in valuta ai residenti non bancari, si può stimare che il totale in essere degli eurocrediti intermediati dalle banche europee dichiaranti si sia accresciuto di \$75 miliardi oppure, escludendo gli effetti delle variazioni di valutazione, di poco meno di \$60 miliardi.

Per mancanza di una scomposizione sufficientemente dettagliata, l'importo di \$213 miliardi rappresentativo dell'espansione totale nelle attività bancarie internazionali non comprende, tra l'altro, le posizioni *offshore* delle banche operanti nelle Bahrain, né quelle delle banche non statunitensi operanti nei centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente. Queste omissioni comportano naturalmente una notevole sottovalutazione dell'espansione nelle posizioni lorde, anche se su base netta il divario non è probabilmente molto rilevante, a causa degli stretti legami interbancari esistenti tra questi centri *offshore* e il resto dell'area dichiarante. Può essere comunque utile menzionare che lo scorso anno le attività lorde sull'estero delle banche delle Bahrain sono aumentate di \$7,7 miliardi, ovvero del 50%, e quelle delle banche operanti a Singapore di \$5,7 miliardi, ossia del 28%.

La dinamica dei mercati obbligazionari internazionali è stata un po' meno vivace di quella dell'intermediazione creditizia da parte del settore bancario internazionale: il volume complessivo delle nuove emissioni, pari a \$36,7 miliardi, è stato leggermente superiore a quello del 1977. Tenuto conto dell'accresciuto flusso di fondi derivante dai rimborsi, l'ammontare netto delle nuove disponibilità raccolte è in realtà diminuito di circa \$2,5 miliardi. Il minore slancio nella dinamica dei mercati delle emissioni è essenzialmente dovuto a due fattori: la forte tendenza ascendente dei tassi di interesse a breve del dollaro e le incertezze circa il tasso di cambio che, contrariamente a quanto è avvenuto nel settore dell'attività bancaria, hanno

nel complesso avuto un impatto negativo sul volume delle operazioni. Ciò vale soprattutto per il mercato delle euroobbligazioni il cui volume, in seguito al brusco calo delle emissioni in dollari, si è contratto da \$19,5 a 15,9 miliardi. Per contro, le emissioni estere sui mercati nazionali sono aumentate da \$16,6 a 20,8 miliardi, soprattutto per effetto della situazione di elevata liquidità, nonché delle iniziative prese dalle autorità dei principali paesi eccedentari per favorire l'esportazione di capitali. In particolare, le emissioni denominate in yen si sono più che triplicate, salendo a quasi \$4,7 miliardi. Contrariamente quindi al settore dell'attività bancaria, dove le ingenti esportazioni di fondi da parte delle banche situate negli Stati Uniti hanno contribuito alla debolezza del dollaro, la distribuzione geografica dei flussi di fondi intermediati dal mercato delle emissioni ha avuto se mai un'influenza moderatrice sui mercati dei cambi.

### **Il settore bancario internazionale.**

*Fattori fondamentali.* Lo scorso anno la rapida espansione nel volume delle operazioni non si è accompagnata ad un inasprimento delle condizioni del credito internazionale che, al contrario, hanno continuato a diventare più distese. E' vero che i tassi di interesse dell'eurodollaro sono saliti fortemente negli ultimi nove mesi dell'anno; ma ciò non era sintomatico della situazione del mercato, bensì rispecchiava semplicemente il movimento ascendente dei tassi negli Stati Uniti. Il premio dei tassi sui depositi in eurodollari rispetto ai corrispondenti tassi di interesse negli Stati Uniti si è ampliato solo negli ultimi tre mesi dell'anno, quando le perturbazioni sui mercati dei cambi hanno raggiunto la fase più acuta; se rapportato al livello assoluto dei tassi di interesse, e tenuto conto delle varie modifiche agli obblighi di riserva negli Stati Uniti, il premio è di fatto diminuito.

Le più agevoli condizioni del credito internazionale si sono anche riflesse in un'ulteriore compressione dei margini di utile delle banche. I differenziali loro spettanti nei prestiti consorziati sono scesi ai livelli prevalenti nei mesi che hanno preceduto la crisi della banca Herstatt, cioè a mezzo punto percentuale o anche leggermente meno per i mutuatari di prim'ordine e al disotto dell'1% per la maggior parte degli altri. E' difficile immaginare come questi differenziali siano sufficienti a consentire l'accantonamento di riserve adeguate a copertura dei rischi di insolvenza. Anche altre condizioni, come la scadenza e la dimensione dei prestiti, si sono evolute nettamente in favore dei mutuatari. Invero, la situazione assai distesa del mercato ha indotto molti mutuatari a rimborsare anticipatamente i prestiti ed a rifinanziarsi fruendo delle più favorevoli condizioni esistenti. Poiché le commissioni liquidate all'atto della rinegoziazione dei prestiti vengono solitamente computate dalle banche tra le componenti di reddito dell'esercizio corrente, la negoziazione di questi più bassi margini di intermediazione lo scorso anno ha avuto la tendenza a ripercuotersi favorevolmente sull'andamento degli utili delle banche, ma essa è suscettibile di deteriorarne la redditività nel più lungo periodo.

La concomitanza di più agevoli condizioni del credito e di un'espansione senza precedenti nel volume delle operazioni induce fortemente a ritenere che l'impulso espansivo sia provenuto prevalentemente dal lato delle fonti del mercato. Quali sono le ragioni dell'offerta insolitamente generosa di prestiti bancari internazionali nello scorso anno?

Per diversi aspetti la situazione generale è stata alquanto simile a quella esistente nel 1977, con differenze riscontrabili non tanto nella natura quanto nell'intensità delle varie forze in atto. Lo scorso anno l'influenza forse più penetrante è stata esercitata dall'ingente deflusso di fondi registrato nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e dal suo impatto sulle condizioni monetarie negli altri paesi. Una delle principali componenti di questo deflusso è stata la concessione di crediti all'estero da parte delle banche situate negli Stati Uniti. Anche se l'andamento dei prezzi interni e la situazione di bilancia dei pagamenti avrebbero dovuto suggerire un indirizzo piuttosto restrittivo della politica monetaria, negli Stati Uniti non vi è stata penuria di fondi e, tranne che verso la fine dell'anno, l'aumento dei tassi di interesse è avvenuto più in termini nominali che reali (vedasi Capitolo IV, pagine 61-63). Le banche hanno potuto quindi proseguire l'espansione della loro attività creditizia internazionale, e quando la mancanza di fiducia nel dollaro, negli ultimi mesi dell'anno, ha alimentato all'estero l'aspirazione ad indebitarsi in dollari, esse non hanno incontrato difficoltà a soddisfare questa domanda di credito. Di conseguenza, nei primi mesi e negli ultimi mesi dell'anno le esportazioni di capitali da parte delle banche situate negli Stati Uniti hanno raggiunto livelli elevatissimi ed hanno rappresentato una delle principali cause di debolezza del dollaro. Viceversa, il riflusso di una larga parte di questa fuoriuscita di fondi bancari è stato uno dei principali motivi del pronunciato rafforzamento del dollaro nella prima parte del 1979. In aggiunta alle ingenti esportazioni di fondi da parte delle banche situate negli Stati Uniti, nel 1978 vi è stato anche un notevole dislocamento di fondi non bancari dagli Stati Uniti al settore bancario estero.

Gli afflussi di fondi e le politiche monetarie accondiscendenti imposte alle autorità dei paesi eccedentari da considerazioni inerenti al tasso di cambio hanno fornito alle banche di questi paesi abbondanti disponibilità per impieghi all'estero. Inoltre, nell'intento di contenere i propri interventi sui mercati dei cambi e di limitarne gli effetti di creazione di liquidità, le autorità monetarie hanno operato nel senso di incoraggiare le banche a riesportare i fondi che affluivano nei rispettivi paesi per ragioni legate all'andamento dei cambi.

Oltre ad aver agito sulla liquidità del mercato, il massiccio disavanzo registrato dagli Stati Uniti nella bilancia delle transazioni ufficiali ha naturalmente alimentato le riserve valutarie del resto del mondo. Sebbene le eccedenze delle partite correnti si siano principalmente concentrate in alcuni paesi industriali che investono le loro riserve valutarie prevalentemente sui mercati finanziari statunitensi, il credito bancario internazionale ha contribuito a far partecipi dell'incremento delle riserve quei paesi che generalmente depositano una larga parte delle loro disponibilità ufficiali sull'euromercato. In questo senso il credito bancario internazionale ha concorso ad accrescere la quantità di fondi ad esso offerti.

Un altro fattore di carattere generale che ha influito sull'abbondantissima offerta di nuovo credito bancario è stata la crescente importanza dei mercati internazionali come fonte di espansione e di reddito per le grandi banche commerciali. Sebbene il 1978 sia stato un anno di forte ripresa della domanda interna di credito per il finanziamento dell'edilizia residenziale, della spesa per consumi e delle piccole imprese, le grandi banche hanno continuato a registrare una debole domanda di credito da parte di quella componente della loro clientela, le grosse società, che solitamente costituisce l'elemento portante della loro attività di credito interno. Invero, gli investimenti industriali hanno manifestato la tendenza a rafforzarsi, ma altrettanto

è avvenuto per i profitti cosicché, potendo attingere a questa fonte di liquidità, le grosse società industriali non hanno avuto l'esigenza di fare massiccio ricorso al credito bancario interno. Trovando quindi difficoltà a conseguire i tassi di espansione desiderati attraverso il mercato interno, le grandi banche hanno continuato ad accrescere la loro attività internazionale, particolarmente attraverso le loro affiliate operanti a basso costo sull'euromercato. Inoltre, l'assenza sui mercati internazionali di vincoli normativi che accrescono i costi di intermediazione ha fatto sì che una parte dell'attività di credito delle banche che esse avrebbero svolto direttamente sia stata intermediaata dall'euromercato.

Considerando i mercati dal lato degli impieghi, anche la domanda di nuovi crediti sembra sia stata molto sostenuta, seppure non altrettanto vivace quanto l'offerta. L'elemento di maggior rilievo è stato il fatto che in diversi gruppi di paesi le esigenze di finanziamento delle bilance dei pagamenti sono rimaste elevate. Nel quadro di una forte contrazione dell'avanzo dei paesi OPEC (vedasi Capitolo V, pagina 106), la bilancia aggregata delle partite correnti dei paesi con elevata capacità d'importazione è passata da una situazione di quasi equilibrio nel 1977 ad un disavanzo di circa \$12 miliardi. Al tempo stesso il saldo passivo delle partite correnti dei paesi in via di sviluppo non petroliferi è aumentato da \$15 a 24 miliardi, ed anche i paesi dell'Est europeo pare abbiano subito un notevole deterioramento, di circa \$5 miliardi, nella situazione aggregata delle loro partite correnti. Di conseguenza, la domanda di credito bancario internazionale da parte di questi tre gruppi di paesi ha manifestato la tendenza ad aumentare fortemente. D'altro lato, i paesi sviluppati, ad esclusione di quelli del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, hanno registrato una cospicua contrazione, da circa \$23 a 11 miliardi, del disavanzo delle loro partite correnti, ed hanno alquanto ridotto il loro ricorso al nuovo credito bancario internazionale. Anche nell'ambito dei paesi del Gruppo dei Dieci il rafforzamento non si è limitato ai tradizionali paesi eccedentari; lo scorso anno anche Francia, Italia e Svezia sono state in grado di conseguire un notevolissimo miglioramento nelle loro bilance delle partite correnti.

Le favorevoli condizioni del credito ed un'aggressiva "promozione delle vendite" da parte delle banche hanno indotto i mutuatari — paesi e soggetti privati — non solo a soddisfare le loro esigenze immediate di finanziamento ma anche ad indebitarsi per il futuro, nell'evenienza di un meno facile accesso al credito. Di fatto, in seguito al rapido aumento negli anni recenti degli oneri finanziari connessi al servizio del debito verso l'estero e del valore in dollari delle loro importazioni, ed in considerazione delle incerte prospettive economiche mondiali, diversi paesi si sono mostrati molto ben disposti ad accrescere le loro disponibilità di riserve internazionali. Per effetto di questo indebitamento di natura cautelativa, i paesi in via di sviluppo non petroliferi ad esempio, hanno registrato un aumento delle loro riserve ufficiali maggiore di quello del 1977, nonostante un pronunciato ampliamento del disavanzo complessivo delle loro partite correnti. Il livello molto più elevato, in termini nominali, dei tassi di interesse del dollaro non ha scoraggiato i mutuatari, in quanto esso era semplicemente destinato a compensare l'accelerazione nell'andamento ascendente dei prezzi internazionali in dollari e un temuto deprezzamento ulteriore di quella moneta. Al tempo stesso, la tecnica dei tassi di interesse fluttuanti ha rassicurato i mutuatari nel senso che, nel caso di un'attenuazione delle pressioni inflazionistiche, essi non si troverebbero esposti a un onere eccessivamente pesante in termini di tassi di interesse reali.



*Gli effetti delle perturbazioni valutarie.* Oltre che da queste cause più fondamentali, nel primo trimestre e negli ultimi cinque mesi del 1978 le condizioni sul mercato delle eurodivise, nonché l'espansione nel volume di attività delle eurobanche, sono state fortemente influenzate dagli andamenti sui mercati dei cambi. Mediante la vendita a termine di dollari o la vendita a pronti di dollari presi a prestito, gli esportatori hanno cercato di coprire i loro incassi futuri in tale moneta, e i detentori di attività nette in dollari hanno tentato di proteggere il valore del loro portafoglio; inoltre vi è stata probabilmente un'ingente formazione di posizioni speculative allo scoperto contro il dollaro.

In conseguenza di queste operazioni, le banche dell'euromercato hanno dovuto talora far fronte ad un brusco incremento della domanda di credito in dollari. Questa domanda è provenuta sia da operatori desiderosi di coprirsi a termine sia dagli stessi speculatori, nonché da banche (comprese quelle dell'euromercato) che hanno assorbito l'eccesso di dollari a termine loro offerti dalla clientela in connessione ad operazioni di copertura a termine o speculative ed hanno dovuto coprire a loro volta le risultanti posizioni a termine attraverso l'indebitamento in dollari e la loro vendita a pronti. Per analoghe ragioni l'offerta di fondi per nuovi depositi in eurodollari da parte di residenti non statunitensi ha manifestato la tendenza a diminuire. Il conseguente eccesso di domanda di fondi in eurodollari, grazie alla spinta al rialzo esercitata sui tassi di interesse dell'eurodollaro, è stato rapidamente coperto dai deflussi di fondi dagli Stati Uniti. Poiché per le banche e per gli operatori non bancari statunitensi la concessione di credito in dollari all'estero non comporta, in genere, la costituzione di posizioni scoperte in questa moneta, in tali situazioni i mercati finanziari statunitensi tendono ad agire da fornitori residuali di fondi.

Per contro, i disinvestimenti di disponibilità in dollari hanno accresciuto l'offerta di eurofondi denominati nelle monete di cui era previsto un apprezzamento, come il marco tedesco, il franco svizzero e lo yen. Poiché la domanda dall'estero di finanziamenti in queste monete è stata molto debole per analoghe ragioni — difficilmente vi era chi volesse costituire posizioni a breve in vendita in queste monete — l'aumento dell'offerta ha esercitato una forte pressione al ribasso sui tassi di interesse delle valute diverse dal dollaro. In conseguenza di ciò, i tassi di interesse sull'euromercato hanno manifestato la tendenza a diminuire in rapporto a quelli delle medesime monete sui rispettivi mercati nazionali, rendendo vantaggioso per i residenti bancari e non bancari dei relativi paesi il ricorso al credito sull'euromercato nella propria moneta, salvo che i vincoli sugli afflussi di capitali impedissero tale indebitamento. Per questi mutuatari i debiti contratti nella propria moneta nazionale non hanno generalmente comportato rischi di cambio.

Pertanto, le perturbazioni valutarie hanno influito sul volume delle operazioni delle eurobanche essenzialmente in due modi. In primo luogo, esse hanno comportato un aumento delle passività in dollari delle banche verso gli Stati Uniti, accrescendo al tempo stesso i loro crediti in questa moneta verso il resto del mondo. In secondo luogo, ne è derivata un'accelerazione nell'espansione delle attività e passività in altre monete (ad eccezione di quelle denominate in franchi svizzeri, per effetto dei controlli sui movimenti di capitali in Svizzera); gli incrementi sono stati particolarmente pronunciati, per le attività, nei confronti dei paesi di emissione della moneta e, per le passività, soprattutto nei confronti di paesi terzi. Il forte impatto esercitato sull'espansione e sulla distribuzione geografica dei fondi dell'euromercato dalle varie

operazioni di copertura a termine o di speculazione effettuate dalle banche o dai loro clienti non implica però necessariamente che, se questo mercato non fosse esistito, le pressioni al ribasso sul dollaro sarebbero state sensibilmente più deboli. Per quanto concerne la questione della responsabilità dell'euromercato nell'eccessiva debolezza accusata dal dollaro lo scorso anno, si tratta in sostanza di stabilire se i deflussi di fondi dagli Stati Uniti sarebbero stati effettivamente minori senza le possibilità di finanziamento e di collocamento fornite da questo mercato.

Una risposta definitiva ed imparziale a tale quesito non può essere data, in quanto è impossibile precisare quale tipo di meccanismo istituzionale si sarebbe venuto a creare in assenza dell'euromercato. Nondimeno, alcune considerazioni di ordine generale possono essere utili. Anche se non tutti i mutuatari che hanno accesso all'eurocredito sarebbero stati in grado di indebitarsi in dollari direttamente negli Stati Uniti, è pur vero che i loro intermediari bancari sarebbero stati probabilmente in grado di farlo. Per giunta, le filiali delle banche statunitensi svolgono un ruolo primario nell'euromercato e il ricorso al credito di queste filiali equivale più o meno all'indebitamento diretto presso le case-madri negli Stati Uniti. Inoltre, in assenza dell'euromercato si sarebbe probabilmente verificato nel corso degli anni un ben maggiore accumulo negli Stati Uniti di depositi in dollari da parte di non residenti, che avrebbero avuto la tendenza a prelevarli in momenti di crisi. E, comunque, lo scorso anno una larga parte delle esportazioni di fondi bancari dagli Stati Uniti non è passata attraverso l'euromercato.

Nondimeno, difficilmente si può negare che, in assenza dell'euromercato, l'indebitamento in dollari per finanziare operazioni di copertura a termine o per fini speculativi sui mercati valutari a pronti sarebbe risultato alquanto più arduo. Tuttavia, poiché a questo riguardo l'euromercato opera essenzialmente nel senso di dirottare le pressioni sui tassi di cambio dal mercato a termine a quello a pronti, ne deriva che, senza i meccanismi di finanziamento in eurodollari, le pressioni al ribasso sul dollaro sarebbero state corrispondentemente più forti nei mercati valutari a termine. Questa maggior debolezza del dollaro a termine, spostando a sfavore di questa moneta il margine di arbitraggio tra i tassi di interesse con copertura a termine, avrebbe dato ulteriore impulso al deflusso di capitali dagli Stati Uniti. Un significativo alleggerimento della pressione sul dollaro nel mercato a pronti avrebbe potuto manifestarsi solo se l'ampliamento dello sconto del dollaro a termine, anziché originare un deflusso di fondi per operazioni di arbitraggio, avesse esercitato un maggiore effetto deterrente sulle operazioni di copertura a termine o speculative contro il dollaro oppure se avesse incoraggiato la costituzione di posizioni a termine allo scoperto in favore del dollaro. Non è facile immaginare come ciò avrebbe potuto avvenire, nelle condizioni di estrema instabilità delle aspettative circa il tasso di cambio prevalenti lo scorso anno.

Infine, va aggiunto che dalle statistiche disponibili sull'euromercato non risulta che le eurobanche stesse abbiano operato contro il dollaro. Al contrario, durante il 1978 considerato complessivamente, la loro posizione debitoria netta sull'estero in questa moneta ha registrato di fatto una certa flessione. Essendo assai probabile che durante questo periodo sia aumentato il saldo in essere degli acquisti netti a termine di dollari dalla clientela, parrebbe addirittura che le eurobanche abbiano fornito nel complesso un certo sostegno al dollaro. Ciò non esclude naturalmente la possibilità che singole banche si siano comportate in maniera opposta,

o che alcune di esse abbiano occasionalmente agito contro il dollaro attraverso operazioni a brevissimo termine — come operazioni di vendita e di successivo riacquisto, effettuate con scelta strategica di tempo — che non avrebbero dato luogo alla costituzione di posizioni nette rilevate nelle statistiche sull'euromercato.

### **Andamento complessivo dei flussi bancari internazionali: fonti e impieghi.**

Nel 1978 la pronunciata accelerazione nella crescita delle posizioni sull'estero delle banche è derivata soprattutto dal forte aumento dei crediti tra i paesi all'interno dell'area dichiarante (compresi i centri *offshore* che rientrano nell'area stessa). Dopo un incremento di \$66 miliardi nel 1977, queste posizioni creditorie si sono ulteriormente accresciute di \$148 miliardi, anche se un certo ampliamento del campo di rilevazione dei dati relativi al 1978 ed i più forti effetti delle variazioni di valutazione sopravvalutano l'entità dell'accelerazione. Questa rapidissima espansione delle posizioni all'interno dell'area è dovuta in larga parte alle perturbazioni valutarie, che si sono soprattutto riflesse in un forte aumento delle transazioni tra le stesse banche dichiaranti. Escludendo le duplicazioni contabili che necessariamente derivano da questi flussi interbancari, si stima che i nuovi crediti bancari tra i paesi all'interno dell'area dichiarante siano aumentati da poco più di \$30 miliardi nel 1977 a circa \$45 miliardi.

In virtù del ruolo di centri del mercato delle eurovalute svolto dalla maggior parte dei paesi all'interno dell'area dichiarante, i dati sulle loro posizioni creditorie e debitorie riflettono in ampia misura quest'attività di intermediazione e di conseguenza non forniscono necessariamente indicazioni sulla loro importanza come fornitori primari ed utilizzatori finali dei fondi. Ciononostante si possono rilevare alcune interessanti caratteristiche. Innanzitutto, l'incremento piuttosto marcato nelle attività lorde e nette verso i due paesi a moneta forte, Giappone e Germania. Le posizioni creditorie delle banche al di fuori della Germania verso i residenti bancari e non bancari di questo paese sono aumentate da \$37 a 50 miliardi su base lorda, o da \$11,2 a 22,2 miliardi detratte le passività; una notevole parte di questi incrementi ha interessato direttamente il settore non bancario tedesco. Analogamente le attività lorde verso il Giappone sono aumentate da \$29,6 a 39 miliardi dopo una contrazione di \$4,6 miliardi nel 1977. D'altra parte, le posizioni creditorie verso la Svizzera, dove le autorità avevano eretto una serie di barriere contro gli afflussi speculativi di fondi, si sono accresciute solo di \$5,2 miliardi, ma l'intero importo è stato riconvolgiato all'estero, e le passività delle altre banche dichiaranti verso questo paese sono salite di \$18,4 miliardi. Di conseguenza, la posizione debitoria netta delle altre banche dichiaranti verso il settore bancario e non bancario in Svizzera è aumentata di \$13,2 miliardi, un importo che riflette in ampia misura il ruolo svolto dal settore bancario svizzero nella gestione finanziaria dell'ingente avanzo della bilancia delle partite correnti di questo paese e nella riesportazione dei vari fondi esteri ivi affluiti in forme diverse dal semplice deposito bancario.

Per quanto concerne l'andamento delle posizioni verso il principale paese deficitario, le passività delle banche al di fuori degli Stati Uniti verso banche e residenti non bancari statunitensi sono aumentate di \$28 miliardi, ma anche le attività verso questo paese hanno conseguito un cospicuo incremento di \$13,2 miliardi. Quest'ultimo incremento è dovuto in parte all'abolizione, nell'agosto 1978, degli obblighi di riserva sui fondi bancari provenienti dall'estero, mentre l'espansione

**Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta,  
delle banche nell'area dichiarante e di alcune filiali offshore di banche USA.<sup>1</sup>**

	1976	1977		1978			
	dicembre	dicembre I	dicembre II	marzo	giugno	sett.	dicembre
In miliardi di dollari USA							
<b>Posizioni creditorie</b>							
delle banche verso:							
Gruppo dei Dieci e Svizzera . . .	269,5	319,5	349,9	355,4	367,6	406,0	472,7
di cui: Area europea dichiarante <sup>2</sup> .	192,7	239,5	268,6	271,0	279,8	309,2	362,8
Stati Uniti . . . . .	33,3	38,9	39,8	38,5	40,8	48,0	53,0
Canada . . . . .	9,4	11,6	11,9	12,9	14,6	14,9	18,9
Giappone . . . . .	34,1	29,5	29,6	33,0	32,4	33,9	39,0
Centri bancari offshore <sup>3</sup> . . . . .	83,5	97,8	98,9	103,6	105,7	115,6	123,8
Altri paesi dell'Europa occidentale	42,7	56,5	40,8	43,3	44,7	47,3	50,7
Australia, Nuova Zelanda e							
Sud Africa . . . . .	11,8	13,7	14,7	14,2	13,4	13,5	13,8
Europa orientale . . . . .	28,8	32,9	38,3	40,3	42,2	46,1	47,6
Paesi esportatori di petrolio . . .	24,1	35,4	39,1	42,1	44,7	49,9	57,2
Paesi in via di sviluppo							
non petroliferi . . . . .	80,9	92,0	98,7	102,0	106,4	113,0	123,4
di cui: America Latina <sup>4</sup> . . . . .	57,4	63,8	65,9	68,3	71,2	75,2	80,8
Medio Oriente . . . . .	4,4	4,6	5,2	4,7	4,8	5,3	6,6
Altri paesi dell'Asia . . . . .	14,7	18,1	20,5	21,2	21,7	22,8	24,8
Altri paesi dell'Africa . . . . .	4,4	5,5	7,1	7,8	8,7	9,7	11,2
Partite non classificate <sup>5</sup> . . . . .	6,1	9,3	9,3	10,3	10,3	11,4	13,8
<b>Totale . . . . .</b>	<b>547,4</b>	<b>657,1</b>	<b>689,7</b>	<b>711,2</b>	<b>735,0</b>	<b>802,8</b>	<b>903,0</b>
<b>Passività delle banche verso:</b>							
Gruppo dei Dieci e Svizzera . . .	319,6	383,6	408,5	416,5	426,5	465,3	539,3
di cui: Area europea dichiarante <sup>2</sup> .	240,5	290,1	314,5	309,1	320,2	353,9	409,5
Stati Uniti . . . . .	56,3	73,6	74,1	85,1	82,7	85,2	102,1
Canada . . . . .	12,6	12,6	12,6	13,5	13,9	14,8	15,8
Giappone . . . . .	10,2	7,3	7,3	8,8	9,7	11,4	11,9
Centri bancari offshore <sup>3</sup> . . . . .	56,0	71,3	71,5	75,3	78,9	88,4	97,1
Altri paesi dell'Europa occidentale	32,6	38,7	25,7	27,2	29,1	34,0	35,8
Australia, Nuova Zelanda e							
Sud Africa . . . . .	2,4	2,4	2,4	2,9	2,4	2,6	2,7
Europa orientale . . . . .	7,6	7,8	8,4	8,0	8,3	9,4	10,7
Paesi esportatori di petrolio . . .	64,2	77,6	77,9	80,4	77,1	78,0	83,8
Paesi in via di sviluppo							
non petroliferi . . . . .	49,8	62,0	62,0	64,3	66,4	73,3	78,0
di cui: America Latina <sup>4</sup> . . . . .	22,3	25,3	25,2	26,7	27,3	30,6	33,9
Medio Oriente . . . . .	7,3	10,0	10,0	10,2	10,8	12,1	13,8
Altri paesi dell'Asia . . . . .	14,9	20,0	20,1	21,0	21,8	23,4	22,9
Altri paesi dell'Africa . . . . .	5,3	6,7	6,7	6,4	6,5	7,2	7,4
Partite non classificate <sup>5</sup> . . . . .	11,3	14,2	14,8	11,3	12,7	14,0	17,0
<b>Totale . . . . .</b>	<b>543,5</b>	<b>657,6</b>	<b>671,2</b>	<b>685,9</b>	<b>701,4</b>	<b>765,0</b>	<b>864,4</b>

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

<sup>1</sup> Queste cifre comprendono le posizioni verso l'estero delle filiali offshore di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. <sup>2</sup> Fino al dicembre 1977 (dicembre I) l'area europea dichiarante comprende Belgio-Lussemburgo, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera e Regno Unito; dal 1977 (dicembre II) anche Austria, Danimarca e Irlanda. Per contro, dal 1977 (dicembre II) le posizioni verso Austria, Danimarca e Irlanda sono escluse dalle posizioni verso "Altri paesi dell'Europa occidentale". <sup>3</sup> Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Hong Kong, Indie occidentali britanniche, Isole Cayman, Libano, Liberia, Nuove Ebridi, Panama, Singapore. <sup>4</sup> Comprende i paesi dell'area dei Caraibi che non possono essere considerati centri bancari offshore. <sup>5</sup> Comprende le istituzioni internazionali.

delle passività verso gli Stati Uniti, concentratasi di fatto nel primo e nell'ultimo trimestre dell'anno, va vista nel contesto degli sviluppi sul mercato dei cambi. Di questo aumento delle passività, circa \$12 miliardi vanno ascritti al settore non bancario statunitense, che evidentemente sta diventando sempre più attento alla maggiore redditività dei depositi in dollari al di fuori degli Stati Uniti. L'incremento di \$16 miliardi nelle passività verso il settore bancario statunitense rispecchia solo una parte degli impieghi all'estero delle banche situate negli Stati Uniti, mentre una

quota maggiore, circa \$20 miliardi, è stata collocata direttamente all'estero senza essere intermediata dai centri *offshore* o dalle eurobanche.

Esaminando l'attività delle banche nei confronti dei paesi al di fuori dell'area dichiarante, l'aumento delle posizioni creditorie è salito da circa \$45 miliardi nel 1977 a \$65 miliardi, mentre la raccolta di nuovi fondi è ammontata a circa \$38 miliardi, una cifra analoga a quella del 1977. L'andamento delle attività e delle passività, che ha accresciuto la posizione creditoria netta delle banche dichiaranti verso quest'area esterna da \$52 a 78 miliardi, riflette soprattutto il mutato ruolo dei paesi OPEC sia dal lato delle fonti sia da quello degli impieghi del mercato. In seguito alla forte contrazione dell'avanzo complessivo delle partite correnti di questi paesi, i nuovi depositi da essi ricevuti hanno segnato un brusco calo, da \$13,4 miliardi nel 1977 a \$5,9 miliardi; al tempo stesso i nuovi crediti concessi ai paesi OPEC sono saliti da \$11,3 a 18,1 miliardi. Mentre nel 1977 questo gruppo era ancora un fornitore netto, anche se modesto, di nuovi fondi al settore bancario internazionale, nel 1978 esso è divenuto il maggiore prenditore netto, con un capovolgimento di posizione di oltre \$14 miliardi. Va tuttavia notato che questi dati esagerano leggermente il ruolo dei paesi OPEC come prenditori netti di nuovi fondi, in quanto comprendono un aumento di circa \$2 miliardi nelle posizioni creditorie verso le Bahrain; in considerazione del rapido sviluppo di questo centro *offshore*, è da ritenere che una parte rilevante di tali fondi sia stata reimpiegata in paesi non appartenenti all'OPEC.

Nell'ambito dei paesi OPEC, i maggiori mutuatari sono stati il Venezuela, che da solo ha attinto nuovi fondi per quasi \$5 miliardi, l'Algeria e l'Iran (circa \$2,5 miliardi ciascuno) e la Nigeria (\$1,2 miliardi circa). I maggiori fornitori di nuovi fondi sono stati, abbastanza paradossalmente, i paesi del Medio Oriente con elevata capacità d'importazione (\$3,2 miliardi escludendo le Bahrain) e il Venezuela (\$1 miliardo). L'Arabia Saudita, il maggior fornitore quanto alla consistenza in essere dei depositi, pare abbia prelevato parte dei fondi.

Un importo di oltre \$7 miliardi, superiore quindi all'intero incremento dei depositi dei paesi OPEC, ha riguardato le monete diverse dal dollaro, e su questa cifra gli effetti di valutazione hanno inciso per circa \$2,5 miliardi. I depositi in dollari sono diminuiti di circa \$1,2 miliardi. Viceversa, dal lato degli impieghi del mercato, la parte maggiore dell'indebitamento dei paesi OPEC (cioè circa \$13 miliardi) è avvenuta in dollari, il che significa che nel 1978 i paesi OPEC hanno di fatto ridotto di circa \$14 miliardi la loro posizione creditoria netta in questa moneta verso il settore bancario internazionale.

Una seconda importante caratteristica del 1978 è stata la brusca accelerazione nei nuovi crediti concessi ai paesi in via di sviluppo non petroliferi, da \$11,1 miliardi nel 1977 a \$24,7 miliardi, sebbene anche in questo caso il più ampio campo di rilevazione dei dati del 1978 esageri alquanto l'entità del cambiamento intervenuto. Anche i nuovi depositi affluiti alle banche dichiaranti da questi paesi sono aumentati, da \$12,2 a 16 miliardi. Ciononostante, i paesi in via di sviluppo, che nel 1977 erano stati fornitori netti di nuovi fondi al settore bancario internazionale, sono divenuti nuovamente prenditori netti per un importo di \$8,7 miliardi, il che riflette l'ampliamento del disavanzo complessivo delle partite correnti di questi paesi. Come di consueto, il maggiore mutuatario, escludendo i paesi membri dell'OPEC, è stata l'America Latina, che ha ricevuto \$14,9 miliardi, di cui oltre la metà va ascritta al solo Brasile. Tuttavia, essendo le banche alla ricerca di nuovi mutuatari, la maggior

**Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta, delle banche  
nell'area dichiarante e di alcune filiali offshore di banche USA.<sup>1</sup>**

Millioni di dollari USA,  
fine dicembre 1978.

Passività/attività verso	Passività	Attività	Passività/attività verso	Passività	Attività
<b>Paesi dichiaranti</b>			<b>Area dei Caraibi</b>		
Austria HJU	10.372	11.754	Antille olandesi U	3.593	3.205
Belgio-Lussemburgo HJU	42.283	56.785	Bahamas JU	28.809	47.303
Danimarca HJU	4.623	11.900	Barbados	74	41
Francia HJU	56.107	51.695	Bermuda JU	5.739	2.010
Germania (Rep. fed.) HJU	28.035	50.216	Cuba JU	272	1.748
Irlanda HJ	2.307	3.439	Giamaica U	91	527
Italia HJU	23.551	29.109	Haiti	30	22
Paesi Bassi HJU	33.722	25.863	Indie occidentali (RU) U	221	180
Regno Unito HJU	109.560	90.419	Isole Cayman <sup>2</sup> U	20.715	21.051
Svezia HJU	3.616	9.775	Panama JU	10.179	14.037
Svizzera <sup>2</sup> JU	95.356	21.865	Repubblica Dominicana	93	321
Canada HJU	15.796	17.861	Trinidad e Tobago U	959	255
Giappone HU	11.843	38.984	Posta residuale HJ	1.800	2.827
Stati Uniti HJ	102.137	52.998			
<b>Totale</b>	<b>539.309</b>	<b>472.663</b>	<b>Totale</b>	<b>72.575</b>	<b>93.527</b>
<b>Altri paesi dell'Europa occidentale</b>			<b>America Latina</b>		
Andorra	175	4	Argentina JU	4.745	6.862
Cipro	518	240	Belize	101	19
Finlandia U	1.640	5.140	Bolivia	172	732
Gibilterra	148	12	Brasile JU	10.872	31.870
Grecia JU	4.620	4.970	Cile JU	1.371	2.805
Islanda	121	284	Colombia JU	2.280	2.105
Jugoslavia JU	2.794	5.622	Costa Rica	147	368
Liechtenstein	643	957	Ecuador JU	706	2.509
Malta	757	12	El Salvador	124	204
Monaco	552	341	Guatemala U	674	421
Norvegia U	3.322	8.460	Guyana	65	107
Portogallo U	1.729	3.030	Honduras	99	257
Spagna U	13.142	12.832	Messico JU	6.481	23.443
Turchia JU	820	3.028	Nicaragua	287	658
Vaticano	100	52	Paraguay	129	87
Posta residuale HJU	4.753	5.737	Perù JU	861	3.400
<b>Totale</b>	<b>35.834</b>	<b>50.721</b>	Surinam	167	38
<b>Altri paesi sviluppati</b>			Uruguay U	740	245
Australia JU	1.085	4.521	Venezuela JU	9.493	13.110
Nuova Zelanda J	238	987	Posta residuale HJU	4.162	4.864
Sud Africa JU	1.014	7.405			
Posta residuale H	344	840	<b>Totale</b>	<b>43.676</b>	<b>94.104</b>
<b>Totale</b>	<b>2.681</b>	<b>13.753</b>	<b>Medio Oriente</b>		
<b>Europa orientale<sup>2</sup></b>			Paesi esportatori di petrolio J <sup>2</sup>		
Albania	49	—	a) con bassa capacità d'importazione:		
Bulgaria U	492	3.174	Arabia Saudita,		
Cecoslovacchia U	629	1.985	Emirati Arabi Uniti,	33.996	6.811
Germania (Rep. dem.) U	1.195	6.168	Kuwait e Qatar		
Polonia JU	822	11.732	b) con elevata capacità d'importazione:		
Romania JU	223	2.544	Bahrain, Iran, Iraq,	23.145	15.276
Ungheria <sup>2</sup> U	901	6.450	Libia e Oman		
Unione Sovietica JU	5.858	12.821	Altri paesi:		
Posta residuale HJ	506	2.723	Egitto JU	3.421	1.603
<b>Totale</b>	<b>10.675</b>	<b>47.597</b>	Giordania	879	152

Nota: una completa scomposizione per paesi delle passività e attività delle banche dichiaranti è disponibile solo per le banche in Austria, Belgio-Lussemburgo, Danimarca, Francia, Germania (R.F.T.), Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Canada e per le filiali offshore di banche USA; per le banche irlandesi sono disponibili solo le posizioni in valuta. Per le banche negli altri paesi dichiaranti - Giappone, Stati Uniti, Svizzera - la scomposizione per paesi non è completa. I paesi mutuati per i quali è disponibile il dettaglio sono contrassegnati dalle lettere 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
<b>Medio Oriente (segue)</b>			<b>Altri paesi dell'Africa (segue)</b>		
Israele JU	6.015	3.863	Uganda	63	15
Libano U	4.401	665	Zaire U	574	1.243
Siria U	677	236	Zambia J	203	461
Yemen	1.230	61	Posta residuale U	1.262	1.804
Yemen (R.D.P.)	174	14			
Posta residuale <sup>7</sup> HJU	9.187	5.052	<b>Totale</b>	<b>12.858</b>	<b>26.439</b>
<b>Totale</b>	<b>83.125</b>	<b>33.733</b>			
<b>Altri paesi dell'Africa</b>			<b>Altri paesi dell'Asia</b>		
Algeria J	2.730	5.742	Afganistan	288	3
Alto Volta	17	9	Bangladesh	141	51
Angola	167	114	Brunei	383	12
Benin	27	3	Burma	22	44
Botswana/Lesotho	79	60	Cambogia	33	1
Burundi	64	3	Cina JU	2.413	925
Camerun	135	444	Corea N. J	313	586
Ciad	24	38	Corea S. JU	2.547	7.044
Congo	80	219	Figi	127	29
Costa d'Avorio	634	1.413	Filippine JU	2.251	4.028
Etiopia	208	13	Formosa JU	4.628	4.009
Gabon	148	822	Hong Kong JU	9.200	12.675
Gambia	21	7	India JU	2.862	574
Ghana U	206	256	Indonesia JU	2.720	4.553
Gibuti	87	1	Laos	8	2
Guinea	29	61	Macao	33	—
Guinea-Bissau	8	8	Malaysia JU	2.082	1.566
Guinea equatoriale	7	13	Nepal	75	—
Kenia J	786	430	Nuove Ebridi	201	799
Impero centroafricano	17	4	Pakistan JU	752	613
Isole Capo Verde	13	9	Papua-Nuova Guinea	144	80
Isole Seychelles	30	363	Polinesia francese	8	11
Liberia JU	1.700	6.270	Sikkim/Bhutan	294	181
Madagascar	66	25	Singapore HJU	10.314	12.267
Malawi	74	107	Sri Lanka	227	3
Mali	26	5	Tailandia JU	1.124	2.670
Marocco U	930	2.210	Territori del Pacifico in amm. fid. agli USA	106	—
Mauritania	76	73	Vietnam	71	291
Maurizio	38	45	Posta residuale U	652	116
Mozambico	83	43	<b>Totale</b>	<b>44.019</b>	<b>53.133</b>
Niger	31	112			
Nigeria J	718	1.771	<b>Istituzioni</b>		
Rodesia	85	56	internazionali U	7.115	4.515
Ruanda	84	8	<b>Partite</b>		
San Tomé e Principe	15	—	non classificate HJU	12.485	12.794
Senegal	105	204	<b>Totale generale</b>	<b>864.351</b>	<b>902.979</b>
Sierra Leone	93	31			
Somalia	107	3	<b>Per notizia:</b>		
Sudan	241	680	Paesi esportatori di petrolio HJU	83.822	57.241
Swaziland	40	29			
Tanzania	129	149			
Togo	86	237			
Tunisia	512	826			

<sup>1</sup> Filiali offshore di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. <sup>2</sup> Le posizioni verso la BRI sono comprese nella voce "Svizzera". <sup>3</sup> Escluse le posizioni nei confronti della Repubblica democratica tedesca delle banche situate nella Repubblica federale tedesca. <sup>4</sup> Nel raffrontare le posizioni delle banche verso l'Ungheria con quelle verso altri paesi dell'Europa orientale va tenuto presente che l'Ungheria finanzia il commercio estero integralmente con fondi attinti dal settore bancario internazionale, mentre gli altri paesi di questo gruppo finanziano gran parte del loro interscambio commerciale attraverso altri canali. <sup>5</sup> Le cifre relative alle passività e attività delle banche USA verso le Isole Cayman sono stimate sulla base di altre notificazioni statistiche. <sup>6</sup> Comprende soltanto le posizioni di banche giapponesi verso Kuwait, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq e Libia. <sup>7</sup> Comprende le posizioni di banche USA verso i paesi del Medio Oriente ad esclusione di Egitto, Israele, Libano, Siria e Libia (compresa nella posta residuale degli "Altri paesi dell'Africa").

espansione relativa si è avuta nei crediti concessi agli "Altri paesi dell'Africa", con un aumento di \$4,1 miliardi, ovvero di quasi il 60%, delle attività delle banche dichiaranti verso i paesi di quest'area.

Il terzo gruppo al di fuori dell'area dichiarante che nel 1978 ha fortemente accresciuto il proprio ricorso al credito bancario internazionale è costituito dai paesi dell'Europa orientale. Il nuovo indebitamento di questi paesi, ammontato a \$9,3 miliardi, si è più che raddoppiato rispetto all'anno precedente. Anche i depositi di questo gruppo, che nel 1977 erano rimasti pressoché invariati, hanno conseguito un cospicuo aumento di \$2,3 miliardi. La Polonia è stato il maggior prestatore di nuovi fondi, ottenendo \$2,7 miliardi. La quota dell'Unione Sovietica è ammontata a soli \$1,2 miliardi, e su base netta questo paese è stato persino un modesto fornitore di nuovi fondi al settore bancario internazionale.

Il solo gruppo di paesi che si è discostato dall'andamento generale ed ha alquanto ridotto il proprio ricorso al nuovo credito bancario internazionale è quello formato dai paesi industriali al di fuori dell'area dichiarante. Poiché diversi paesi di questo gruppo hanno conseguito risultati molto positivi nei loro sforzi di aggiustamento delle bilance dei pagamenti, il nuovo indebitamento è diminuito da \$10,5 miliardi (escludendo l'Austria, la Danimarca e l'Irlanda) nel 1977 a \$9 miliardi, mentre i nuovi depositi sono aumentati da \$5,1 a 10,4 miliardi. La Spagna, che ha avuto particolarmente successo nel conseguire un ampio miglioramento nella bilancia delle partite correnti, ha contribuito per la maggior parte alla variazione che ha fatto evolvere questo gruppo da prestatore netto a fornitore netto di nuovi fondi; i depositi effettuati da questo paese presso le banche dichiaranti sono cresciuti di ben \$5,2 miliardi mentre i nuovi debiti sono ammontati a soli \$1,5 miliardi.

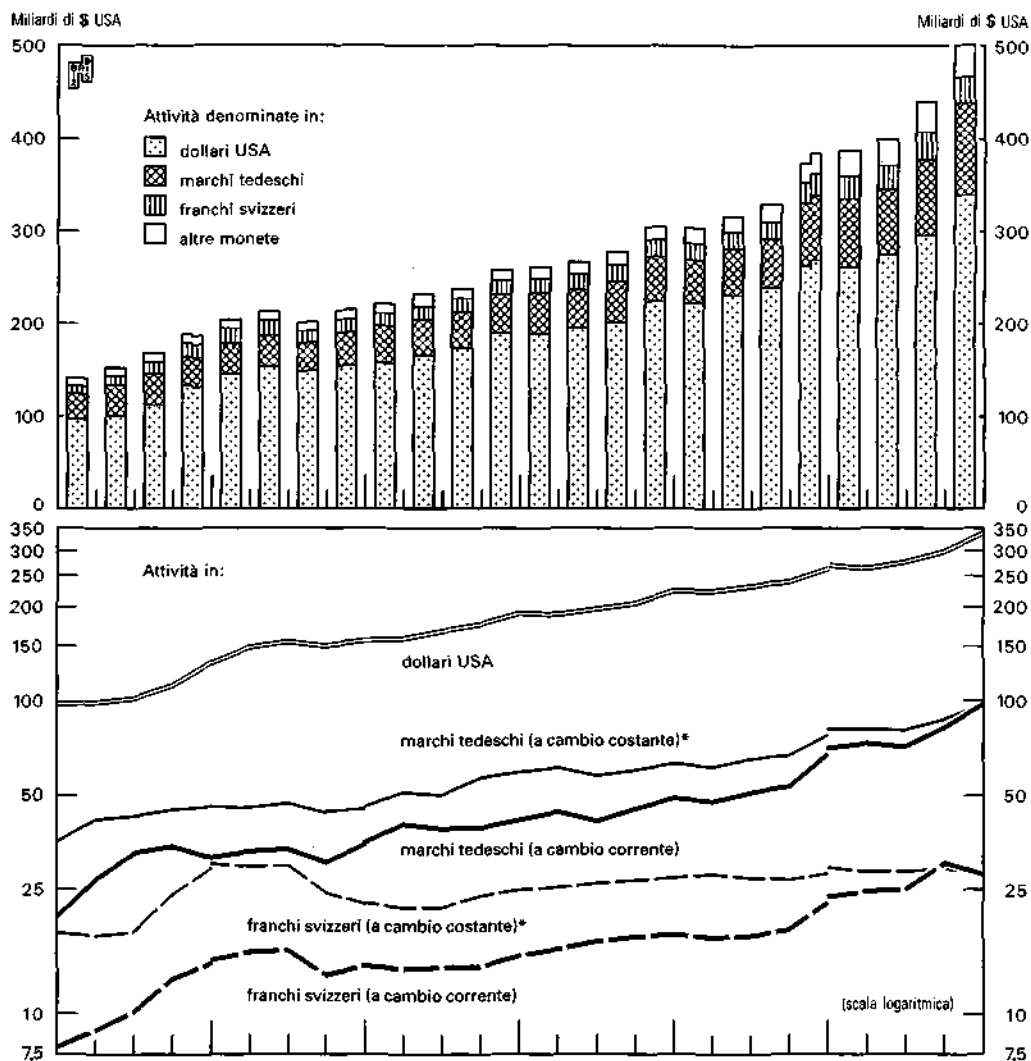
### **Gli sviluppi nei centri bancari europei.**

*Composizione per valute.* Lo scorso anno le operazioni con l'estero delle banche situate nei centri europei del mercato eurovalutario hanno continuato ad espandersi vigorosamente. Nonostante la debolezza del dollaro, le attività delle banche sull'estero in questa moneta hanno segnato un aumento di \$71,1 miliardi, pari al 26,5%, notevolmente superiore a quelli registrati negli anni precedenti. La posizione debitoria netta in dollari sull'estero delle banche dichiaranti ha segnato una leggera flessione da \$10,4 a 9,1 miliardi; ciò è il risultato di due opposti movimenti: un calo di \$7,6 miliardi nei primi tre trimestri e una nuova espansione di \$6,3 miliardi nell'ultimo trimestre dell'anno, allorché le banche hanno dovuto compensare ingenti acquisti a termine di dollari dai loro clienti attraverso vendite sul mercato a pronti.

Un'espansione ancora maggiore, per lo più indotta dagli sviluppi sui mercati dei cambi, si è avuta nel valore in dollari delle posizioni lorde sull'estero delle banche europee dichiaranti in valute diverse dal dollaro, con un aumento delle attività di \$46 miliardi, pari a quasi il 40%. Di conseguenza, la quota di queste monete sul totale delle attività in eurovalute è passata da circa il 30 al 32,5%. Escludendo però l'effetto espansivo del deprezzamento della moneta statunitense sul valore in dollari delle attività bancarie in altre valute, l'incremento di queste è ammontato a soli \$27 miliardi, cioè al 20% (ai tassi di cambio costanti della fine del 1978) e la loro quota sul totale delle attività in essere è scesa dal 33,5 al 32,5%.



**Struttura per valute dell'Euromercato:  
attività sull'estero in valuta delle banche europee dichiaranti.**  
Dati trimestrali, consistenze in essere.



N° 2271

\*A tassi di cambio costanti (fine dicembre 1978).

Come di consueto, la maggior parte dell'espansione nel settore dell'euromercato in monete diverse dal dollaro va ascritta alle posizioni in marchi tedeschi. Le attività e passività delle banche dichiaranti in questa moneta sono aumentate rispettivamente di \$ 27,1 e 24,4 miliardi, sebbene circa \$ 10,7 e 10,4 miliardi di questi aumenti vadano imputati ad effetti di valutazione. Per le ragioni illustrate a pagina 115, i principali mutuatari di fondi in marchi sono stati i residenti bancari e non bancari tedeschi, mentre i maggiori fornitori sono stati i residenti di altri paesi che hanno voluto accrescere le loro posizioni in questa moneta. Pertanto, alle posizioni verso la Germania va ascritto il 33 % dell'incremento nelle attività in marchi, ma solo l'1,5 % dell'aumento delle passività in questa moneta.

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

Fine mese	Dollari		Altre valute						
	Totale	di cui verso non banche	Totale	di cui					
				verso non banche	marchi tedeschi	franchi svizzeri	lire sterline	fiorini olandesi	franchi francesi
milioni di dollari USA									
Attività									
1970 Dic. . . .	60.370	11.850	17.880 <sup>1</sup>	4.680	10.110	5.080	610	560	400
1971 Dic. . . .	71.500	14.360	28.630	6.750	16.220	8.180	1.620	700	490
1972 Dic. . . .	98.000	18.340	33.840	8.000	20.390	7.780	2.180	720	700
1973 Dic. I . . .	133.760	23.880	54.840	11.990	31.400	14.590	3.150	1.320	1.750
1973 Dic. II <sup>2</sup> . .	132.110	24.730	55.510	13.980	31.410	15.000	3.080	1.240	1.760
1974 Dic. I . . .	155.450	34.350	59.950	18.030	34.620	14.330	2.040	1.870	1.480
1974 Dic. II <sup>3</sup> . .	156.230	34.920	58.940	18.080	34.950	14.420	2.050	1.880	1.480
1975 Dic. . . .	190.180	40.870	67.950	20.450	41.620	15.430	1.980	2.100	2.570
1976 Dic. . . .	224.020	50.820	81.300	22.690	48.680	17.930	2.150	3.780	2.570
1977 Marzo . . .	222.860	53.380	80.930	23.350	47.030	17.560	2.800	3.930	2.690
1977 Giugno . . .	230.960	56.480	85.970	24.070	50.920	17.690	2.780	4.230	2.850
1977 Sett. . . .	238.670	59.850	90.430	26.090	52.710	18.490	3.720	3.830	3.370
1977 Dic. I . . .	262.430	64.660	111.370	31.040	67.510	22.560	4.420	4.210	3.270
1977 Dic. II <sup>4</sup> . .	268.430	65.550	116.410	31.670	70.350	23.640	5.310	4.280	3.310
1978 Marzo . . .	262.540	70.330	124.710	35.140	73.500	24.500	5.260	4.850	4.230
1978 Giugno . . .	275.460	74.150	124.550	34.000	70.650	24.910	6.160	5.010	4.490
1978 Sett. . . .	295.800	78.760	145.030	38.200	81.940	30.340	6.960	6.360	5.050
1978 Dic. . . .	339.520	84.250	162.450	42.950	97.430	27.890	7.300	6.920	5.660
Per memoria:									
Posizioni verso residenti									
1976 Dic. . . .	74.740	21.330	26.920	7.560					
1977 Dic. I . . .	91.630	29.060	33.300	8.930					
1977 Dic. II . . .	92.330	29.370	34.790	9.730					
1978 Marzo . . .	93.260	29.910	37.510	9.780					
1978 Giugno . . .	95.140	30.780	38.730	10.820					
1978 Sett. . . .	100.600	30.380	45.260	12.220					
1978 Dic. . . .	105.000	31.170	48.370	12.330					
Passività									
1970 Dic. . . .	58.700	11.240	16.590 <sup>1</sup>	2.450	8.080	5.720	940	550	420
1971 Dic. . . .	70.750	9.980	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 <sup>2</sup> . .	131.380	17.470	60.720	5.630	32.020	17.160	4.560	2.260	2.130
1974 Dic. I . . .	156.180	22.440	64.750	8.100	34.220	18.250	3.560	2.760	2.270
1974 Dic. II <sup>3</sup> . .	156.430	22.210	64.340	8.080	34.380	18.290	3.590	2.760	2.270
1975 Dic. . . .	189.470	24.280	69.200	6.690	39.940	15.290	3.140	3.550	3.350
1976 Dic. . . .	230.040	29.550	80.610	8.970	47.230	15.880	3.980	3.530	3.220
1977 Marzo . . .	229.080	29.410	81.090	9.530	45.880	16.340	4.510	4.060	3.380
1977 Giugno . . .	239.670	31.160	86.400	9.480	49.640	16.540	4.330	4.610	3.650
1977 Sett. . . .	247.020	32.520	92.070	10.050	51.400	17.440	5.090	5.030	4.240
1977 Dic. I . . .	272.880	34.200	110.560	12.050	64.970	20.870	5.920	4.900	4.400
1977 Dic. II <sup>4</sup> . .	278.840	34.330	117.360	12.230	68.680	22.720	6.870	5.040	4.430
1978 Marzo . . .	270.450	36.310	125.580	13.810	71.850	24.700	7.040	5.870	5.150
1978 Giugno . . .	280.950	38.560	127.430	13.060	68.500	26.000	8.570	5.980	6.060
1978 Sett. . . .	298.570	39.850	149.330	14.950	79.950	31.460	9.720	7.150	7.050
1978 Dic. . . .	348.590	44.340	162.220	16.570	93.080	27.890	10.320	7.400	7.400
Per memoria:									
Posizioni verso residenti									
1976 Dic. . . .	64.060	10.660	23.710	4.290					
1977 Dic. I . . .	74.620	12.080	29.590	5.330					
1977 Dic. II . . .	75.310	12.280	30.400	5.460					
1978 Marzo . . .	75.350	12.220	34.000	6.180					
1978 Giugno . . .	78.140	13.780	33.940	6.080					
1978 Sett. . . .	82.630	13.790	40.200	6.940					
1978 Dic. . . .	87.690	14.690	45.060	7.440					

<sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> Dal dicembre 1973 (Dicembre II) le cifre non comprendono più le posizioni in eurovalute della BRI (precedentemente registrate tra i dati delle banche svizzere) ma includono alcune posizioni a lungo termine non rilevate per i periodi precedenti. <sup>3</sup> Comprende alcune posizioni a lungo termine non dichiarate precedentemente da talune banche e alcune variazioni di scarso rilievo nel campo di rilevazione statistica. <sup>4</sup> Comprende le posizioni delle banche austriache, danesi e irlandesi.

Sul mercato dell'euroyen la situazione è stata analoga, anche se i tassi di espansione sono stati ancora più pronunciati. Le attività identificate in euroyen sono aumentate da \$1,7 miliardi alla fine del 1977 a \$5,4 miliardi alla fine dello scorso anno, con un'incidenza delle variazioni di valutazione su questo incremento pari a soli \$0,4 miliardi. Le passività in yen sono balzate da \$2,7 a 6,2 miliardi. Per quanto concerne le fonti, anche in questo caso solo il 3 % dei nuovi fondi è provenuto dal Giappone mentre, relativamente agli impieghi, a questo paese è affluito il 36 % dei fondi.

Grazie ad un elaborato sistema di difese predisposto dalle autorità svizzere contro gli afflussi di fondi, il mercato dell'eurofranco ha presentato un quadro notevolmente diverso. Per effetto dei vincoli introdotti non potevano essere mutuati fondi ai residenti in Svizzera; nondimeno la domanda di credito in franchi svizzeri all'estero era debole a causa dei rischi di cambio. Di conseguenza, l'accresciuta offerta di franchi svizzeri alle eurobanche non si è espressa in un'espansione nel volume del mercato ma in un forte calo nei tassi di interesse dell'eurofranco. E' pur vero che l'equivalente in dollari delle attività delle banche in eurofranchi è aumentato di \$4,3 miliardi, ma ciò è imputabile alle variazioni di valutazione, che hanno influito per un importo anche maggiore. A tassi di cambio costanti si è registrata infatti una contrazione di \$1,3 miliardi, che ha prevalentemente riguardato le attività verso la Svizzera. Alla fine dell'anno la posizione creditoria in franchi svizzeri delle eurobanche verso la Svizzera ammontava solo al 5 % del totale delle loro attività in questa moneta. Analogamente, le passività in franchi svizzeri sono salite di \$5,2 miliardi in termini di dollari, mentre in termini di franchi svizzeri esse hanno registrato una leggera flessione. Sul totale dei depositi in eurofranchi, la quota detenuta da residenti svizzeri è ammontata a circa il 27 %. Naturalmente, sebbene questi movimenti non dimostrino in maniera definitiva che le varie regolamentazioni svizzere contro gli afflussi di capitali hanno raggiunto il loro scopo, resta tuttavia da dimostrare l'ipotesi contraria.

Le posizioni delle eurobanche denominate nelle altre principali valute hanno mostrato un andamento paragonabile a quello delle posizioni in yen e in marchi tedeschi. Le attività sull'estero in franchi francesi, fiorini e sterline, ad esempio, sono rispettivamente aumentate del 71, 62 e 37 %, sebbene anche in questo caso i tassi di crescita siano parzialmente gonfiati da effetti di valutazione.

Lasciando momentaneamente da parte l'euromercato e passando a considerare le forme tradizionali degli impieghi sull'estero, le attività esterne delle banche europee dichiaranti in moneta nazionale si sono accresciute di \$28,1 miliardi; escludendo gli effetti di valutazione, l'incremento "reale" è stato di circa \$16 miliardi, ovvero del 17 %. La più forte espansione "reale" nel credito all'estero in moneta nazionale è stata quella del 41 % registrata dalle banche francesi, principalmente in connessione al finanziamento del commercio estero. Poiché le passività esterne hanno segnato un incremento più modesto, la posizione creditoria netta sull'estero delle banche francesi in moneta nazionale è aumentata da \$7,2 miliardi alla fine del 1977 a \$12,5 miliardi. Analogamente, la posizione creditoria netta sull'estero in moneta nazionale delle banche in Svizzera si è dilatata da \$8,9 a 12,5 miliardi. Dati i forti interessi negativi imposti in Svizzera sui depositi esteri nella moneta di questo paese, le passività lorde sull'estero hanno registrato persino una leggera flessione in termini "reali". D'altra parte, la posizione creditoria netta sull'estero delle banche in Germania, che alla fine del 1977 ammontava ancora a \$7,1 miliardi, è stata praticamente annullata

**Attività e passività verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta,  
delle banche dei singoli paesi dichiaranti  
e di alcune filiali offshore di banche USA.**

			1977		1978			
			dic. I	dic. II	marzo	giugno	settembre	dicembre
			milioni di dollari USA					
Austria	Attività	Moneta nazionale		1.950	2.180	2.310	2.640	2.930
		Valuta estera . .		7.440	6.810	8.000	8.710	9.580
	Passività	Moneta nazionale		540	570	670	700	830
		Valuta estera . .		9.700	8.920	10.230	11.150	12.790
Belgio	Attività	Moneta nazionale	2.470	2.470	2.470	2.610	2.660	2.800
		Valuta estera . .	22.910	22.910	24.290	24.890	26.480	31.780
	Passività	Moneta nazionale	3.790	3.790	4.330	4.410	4.040	4.730
		Valuta estera . .	23.530	23.530	25.360	26.110	30.480	33.540
Lussemburgo	Attività	Moneta nazionale	710	710	790	650	830	1.050
		Valuta estera . .	44.040	44.040	46.600	46.620	52.040	58.340
	Passività	Moneta nazionale	570	570	550	600	620	730
		Valuta estera . .	41.940	41.940	43.530	43.730	48.380	54.480
Danimarca	Attività	Moneta nazionale		90	80	80	90	90
		Valuta estera . .		2.060	2.180	2.170	2.760	2.840
	Passività	Moneta nazionale		260	260	270	300	390
		Valuta estera . .		1.370	1.610	1.720	2.110	2.360
Francia	Attività	Moneta nazionale	2.080	11.450 <sup>1</sup>	12.860	14.730	15.910	18.200
		Valuta estera . .	62.210	62.210	58.550	59.810	66.500	80.780
	Passività	Moneta nazionale	4.220	4.220	4.840	5.000	5.100	5.700
		Valuta estera . .	62.970	62.970	59.300	59.090	65.280	78.790
Germania	Attività	Moneta nazionale	31.450	31.450	32.500	31.840	34.160	40.340
		Valuta estera . .	17.280	17.280	16.750	17.470	18.440	20.770
	Passività	Moneta nazionale	24.330	24.330	25.170	25.050	30.780	40.220
		Valuta estera . .	15.230	15.230	14.590	14.780	15.670	18.880
Irlanda	Attività	Moneta nazionale		..	..	..	..	..
		Valuta estera . .		1.540	1.340	1.690	1.360	1.510
	Passività	Moneta nazionale		..	..	..	..	..
		Valuta estera . .		1.690	1.690	1.960	1.830	1.810
Italia	Attività	Moneta nazionale	300	300	470	560	510	590
		Valuta estera . .	14.780	14.780	11.220	12.110	13.100	22.160
	Passività	Moneta nazionale	1.540	1.540	1.580	1.950	2.020	2.010
		Valuta estera . .	21.520	21.520	17.620	19.580	19.930	27.800
Paesi Bassi	Attività	Moneta nazionale	5.240	5.240	6.000	6.820	7.770	8.490
		Valuta estera . .	27.180	27.180	27.510	29.540	31.050	36.560
	Passività	Moneta nazionale	5.100	5.100	5.840	6.170	7.180	7.930
		Valuta estera . .	25.470	25.470	25.230	28.450	29.100	35.550
Svezia	Attività	Moneta nazionale	930	930	800	990	950	860
		Valuta estera . .	3.180	3.180	3.210	3.150	3.380	3.390
	Passività	Moneta nazionale	580	580	550	690	740	700
		Valuta estera . .	3.410	3.410	3.850	4.000	4.430	4.520
Svizzera	Attività	Moneta nazionale	14.500	14.500	16.700	17.960	21.720	19.290
		Valuta estera . .	23.010	23.010	24.770	25.190	29.340	31.410
	Passività	Moneta nazionale	5.650	5.650	6.040	6.750	6.840	6.820
		Valuta estera . .	18.010	18.010	18.340	19.450	23.570	26.870
Regno Unito	Attività	Moneta nazionale	2.080	12.230 <sup>2</sup>	12.400	13.080	14.000	14.740
		Valuta estera . .	159.210	159.210	164.020	169.370	185.670	202.850
	Passività	Moneta nazionale	11.100	11.100	10.860	10.080	11.180	11.950
		Valuta estera . .	171.360	171.360	175.990	179.280	195.970	213.420

Segue a pagina 128.

Attività e passività verso l'estero, in dollari e in altre valute estere,  
delle banche dei singoli paesi dichiaranti  
e di alcune filiali offshore di banche USA.

			1977		1978			
			dic. I	dic. II	marzo	giugno	settembre	dicembre
			milioni di dollari USA					
Austria	Attività	Dollari USA . . .		3.870	3.180	3.910	4.160	4.460
		Altre valute estere		3.570	3.630	4.090	4.550	5.120
	Passività	Dollari USA . . .		4.320	3.460	4.290	4.420	5.300
		Altre valute estere		5.380	5.460	5.940	6.730	7.490
Belgio	Attività	Dollari USA . . .	14.260	14.260	14.450	14.700	16.440	18.550
		Altre valute estere	8.650	8.650	9.840	10.190	12.040	13.230
	Passività	Dollari USA . . .	13.080	13.080	13.680	13.700	15.710	18.040
		Altre valute estere	10.450	10.450	11.680	12.410	14.770	15.500
Lussem- burgo	Attività	Dollari USA . . .	18.820	18.820	19.090	20.110	20.620	22.040
		Altre valute estere	25.220	25.220	27.510	26.510	31.420	36.300
	Passività	Dollari USA . . .	18.680	18.680	18.890	19.950	21.520	24.400
		Altre valute estere	23.260	23.260	24.640	23.780	26.860	30.080
Dani- marca	Attività	Dollari USA . . .		1.420	1.500	1.400	1.670	1.640
		Altre valute estere		640	680	770	1.090	1.200
	Passività	Dollari USA . . .		840	1.030	1.070	1.330	1.500
		Altre valute estere		530	580	650	780	860
Francia	Attività	Dollari USA . . .	45.160	45.160	41.920	43.390	47.350	60.210
		Altre valute estere	17.050	17.050	16.630	16.420	19.150	20.570
	Passività	Dollari USA . . .	44.430	44.430	39.700	39.100	40.590	53.160
		Altre valute estere	18.540	18.540	19.600	19.990	24.690	25.630
Germania	Attività	Dollari USA . . .	12.710	12.710	11.670	12.270	12.580	14.720
		Altre valute estere	4.570	4.570	5.080	5.200	5.860	6.050
	Passività	Dollari USA . . .	12.380	12.380	11.340	11.180	11.490	14.510
		Altre valute estere	2.850	2.850	3.250	3.600	4.180	4.370
Irlanda	Attività	Dollari USA . . .		710	690	630	440	400
		Altre valute estere		830	650	1.060	920	1.110
	Passività	Dollari USA . . .		800	830	710	540	550
		Altre valute estere		890	860	1.250	1.290	1.260
Italia	Attività	Dollari USA . . .	11.480	11.480	8.110	9.010	9.580	17.380
		Altre valute estere	3.300	3.300	3.110	3.100	3.520	4.780
	Passività	Dollari USA . . .	17.010	17.010	13.460	14.990	14.630	21.840
		Altre valute estere	4.510	4.510	4.160	4.590	5.300	5.960
Paesi Bassi	Attività	Dollari USA . . .	15.150	15.150	14.770	16.360	16.590	19.470
		Altre valute estere	12.030	12.030	12.740	13.180	14.460	17.090
	Passività	Dollari USA . . .	15.460	15.460	15.290	17.790	17.500	20.710
		Altre valute estere	10.010	10.010	9.940	10.660	11.600	14.840
Svezia	Attività	Dollari USA . . .	1.970	1.970	2.040	1.950	2.050	2.160
		Altre valute estere	1.210	1.210	1.170	1.200	1.330	1.230
	Passività	Dollari USA . . .	2.120	2.120	2.410	2.470	2.680	2.790
		Altre valute estere	1.290	1.290	1.440	1.530	1.750	1.730
Svizzera	Attività	Dollari USA . . .	17.070	17.070	17.930	18.830	20.600	21.580
		Altre valute estere	5.940	5.940	6.840	6.360	8.740	9.830
	Passività	Dollari USA . . .	13.130	13.130	12.930	13.920	16.030	18.540
		Altre valute estere	4.880	4.880	5.410	5.530	7.540	8.330
Regno Unito	Attività	Dollari USA . . .	125.810	125.810	127.190	132.900	143.720	156.910
		Altre valute estere	33.400	33.400	36.830	36.470	41.950	45.940
	Passività	Dollari USA . . .	136.590	136.590	137.430	141.780	152.130	167.250
		Altre valute estere	34.770	34.770	38.560	37.500	43.840	46.170

Segue a pagina 129.

**Attività e passività verso l'estero, in moneta nazionale  
e in valuta (segue da pagina 126).**

			1977		1978			
			dic. I	dic. II	marzo	giugno	settembre	dicembre
			milioni di dollari USA					
Totale paesi europei dichiaranti	Attività	Moneta nazionale	59.760	81.320	87.250	91.630	101.240	109.380
		Valuta estera . .	373.800	384.840	387.250	400.010	440.830	501.970
	Passività	Moneta nazionale	56.880	57.680	60.590	61.640	69.500	82.010
		Valuta estera . .	383.440	396.200	396.030	408.380	447.900	510.810
Canada	Attività	Moneta nazionale	430	430	330	540	460	480
		Valuta estera . .	17.720	17.720	18.940	18.980	19.500	21.890
	Passività	Moneta nazionale	2.180	2.180	1.930	2.630	2.670	2.620
		Valuta estera . .	16.700	16.700	18.550	19.570	19.380	22.350
Giappone	Attività	Moneta nazionale	3.550	3.550	4.250	5.280	6.600	7.970
		Valuta estera . .	18.150	18.150	19.180	20.470	23.960	25.720
	Passività	Moneta nazionale	4.110	4.110	7.890	6.140	7.830	8.700
		Valuta estera . .	24.470	24.470	25.230	24.950	26.600	30.320
Stati Uniti	Attività	Moneta nazionale	90.200	90.200	96.450	97.650	103.630	125.120
		Valuta estera . .	2.360	2.360	2.390	3.910	3.980	3.930
	Passività	Moneta nazionale	77.330	77.330	78.470	78.800	87.420	97.830
		Valuta estera . .	810	810	860	1.700	1.980	2.230
Filiali offshore di banche USA <sup>4</sup>	Attività	Valuta estera <sup>2</sup> . .	91.090	91.090	95.220	96.510	102.620	106.520
	Passività	Valuta estera <sup>2</sup> . .	91.660	91.660	96.370	97.570	101.700	107.480
Totale generale	Attività	Moneta nazionale	153.940	175.500	188.280	195.100	211.930	242.950
		Valuta estera . .	503.120	514.160	522.980	539.880	590.890	660.030
	Passività	Moneta nazionale	140.500	141.300	148.880	149.210	167.420	191.160
		Valuta estera . .	517.080	529.840	537.040	552.170	597.560	673.190

<sup>1</sup> Comprende il credito agli importatori esteri. <sup>2</sup> Comprende oltre ai crediti, alle anticipazioni ed agli scoperti di conto, il portafoglio commerciale e le accettazioni. <sup>3</sup> Esclusi i buoni e i certificati del Tesoro USA tenuti in custodia per conto di non residenti. <sup>4</sup> Filiali offshore di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. <sup>5</sup> Compresa quantità trascurabili in monete nazionali.

per effetto dei massici afflussi di fondi in marchi. Su base lorda, le passività sull'estero delle banche tedesche in marchi, anche escludendo gli effetti di valutazione, hanno segnato un balzo in avanti di \$12,2 miliardi, ovvero del 44 %.

*Tipi di attività e passività.* Tornando a considerare l'euromercato, su un aumento di \$117 miliardi nelle attività sull'estero in valuta delle banche europee dichiaranti, \$30 miliardi sono consistiti in crediti diretti ad operatori non bancari. Inoltre, i crediti in valuta ai residenti non bancari sono aumentati di \$4,4 miliardi. Di questa espansione complessiva di \$34,4 miliardi (pari al 25 %) nei crediti diretti al settore non bancario, \$20,5 miliardi hanno interessato la componente in dollari, mentre le variazioni di valutazione hanno contribuito per ben più della metà all'aumento di \$13,9 miliardi nelle attività in altre valute.

Dal lato delle fonti del mercato, \$14,4 miliardi dell'incremento totale di \$114,6 miliardi nelle passività sull'estero in valuta delle banche dichiaranti sono provenuti da depositi diretti non bancari, con un aumento di \$6,6 miliardi rispetto a quello del 1977. Inoltre i fondi in valuta ricevuti da residenti sono ammontati a \$4,3 miliardi. Sull'espansione totale di \$18,7 miliardi nei depositi non bancari, \$12,4 miliardi hanno interessato la componente in dollari, e di questo importo solo

**Attività e passività verso l'estero, in dollari e in altre valute estere  
(segue da pagina 127).**

			1977		1978			
			dic. I	dic. II	marzo	giugno	settembre	dicembre
			milioni di dollari USA					
Totale paesi europei dichiaranti	Attività	Dollari USA . . .	262.430	268.430	262.540	275.460	295.800	339.520
		Altre valute estere	111.370	116.410	124.710	124.550	145.030	162.450
	Passività	Dollari USA . . .	272.880	278.840	270.450	280.950	298.570	348.590
		Altre valute estere	110.560	117.360	125.580	127.430	149.330	162.220
Canada	Attività	Dollari USA . . .	16.480	16.480	17.660	17.950	18.230	20.430
		Altre valute estere	1.240	1.240	1.280	1.030	1.270	1.460
	Passività	Dollari USA . . .	15.860	15.860	17.710	18.810	18.460	21.340
		Altre valute estere	840	840	840	760	920	1.010
Giappone	Attività	Dollari USA . . .	15.930	15.930	16.710	17.920	21.050	22.520
		Altre valute estere	2.220	2.220	2.470	2.550	2.910	3.200
	Passività	Dollari USA . . .	23.360	23.360	23.870	23.620	25.040	26.490
		Altre valute estere	1.110	1.110	1.360	1.330	1.560	1.830
Filiali offshore di banche USA <sup>1</sup>	Attività	Valute estere <sup>2</sup> . .	91.090	91.090	95.220	96.510	102.620	106.520
	Passività	Valute estere <sup>2</sup> . .	91.660	91.660	96.370	97.570	101.700	107.480

<sup>1</sup> Filiali offshore di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. <sup>2</sup> Compresa quantità trascurabili in monete nazionali.

\$3,7 miliardi vanno ascritti alle passività verso residenti non bancari negli Stati Uniti. Ciò dimostra che, contrariamente all'opinione ampiamente diffusa secondo la quale nell'euromercato vi era un eccesso incombente di dollari che esercitava una pressione al ribasso sul valore esterno di questa moneta, i depositanti privati non bancari, persino al di fuori degli Stati Uniti, non solo si sono astenuti dallo smobilitare i loro saldi in dollari, ma anzi hanno continuato ad accrescerli. E ciò vale anche per il quarto trimestre, allorché la fiducia nel dollaro era scesa al livello più basso.

Peraltro, il comportamento dei depositanti ufficiali, tra cui sono naturalmente compresi i paesi OPEC, ha piuttosto agito in senso destabilizzante. I depositi in dollari sono diminuiti di \$0,4 miliardi, mentre quelli denominati in altre valute sono saliti di \$9,1 miliardi (comprese variazioni di valutazione pari a circa \$3 miliardi). Inoltre, nel corso del 1978 i movimenti nei saldi ufficiali in eurodollari hanno mostrato una stretta connessione con le vicissitudini del dollaro sui mercati dei cambi. Nel primo trimestre dell'anno questi saldi hanno segnato una contrazione da \$49,3 a 46,5 miliardi, per poi salire nei sei mesi successivi a \$50,4 miliardi, prima di ridiscendere a \$48,9 miliardi nell'ultimo trimestre.

*Il ruolo dei singoli centri del mercato.* Lo scorso anno la rapida espansione nel volume delle operazioni in eurovalute si è distribuita diffusamente tra tutti i principali centri europei del mercato. Come di consueto, la maggiore partecipazione è stata quella delle banche nel Regno Unito, che hanno ampliato le proprie attività sull'estero in misura doppia rispetto al 1977, anche se in termini percentuali tale incremento, pari al 27,4%, è stato alquanto inferiore alla media europea del 30,5%, determinando un'ulteriore leggera flessione nella quota di mercato del Regno Unito. Ciò è però dovuto essenzialmente alla maggiore incidenza nel mercato di Londra delle transazioni

in dollari e di quelle effettuate dalle affiliate di banche statunitensi, la cui attività non si è sviluppata in modo altrettanto vivace quanto quella di alcune banche giapponesi e dell'Europa continentale.

Al di fuori del Regno Unito, i più elevati tassi di espansione nelle attività in eurovalute verso non residenti sono stati registrati dalle banche in Italia (50%), in Belgio (38,7%), in Svizzera (36,5%), nei Paesi Bassi (34,5%) e nel Lussemburgo (32,5%). Tuttavia il dato relativo al Lussemburgo, dove alla fine dell'anno le posizioni in marchi tedeschi contribuivano per oltre la metà al valore in dollari delle attività complessive in valuta, è fortemente gonfiato da variazioni di valutazione. Dell'incremento di \$14,3 miliardi nel valore in dollari delle attività sull'estero delle banche nel Lussemburgo, ben più di un terzo va imputato a crediti alla Germania, mentre i fondi affluiti da questo paese sono ammontati solo al 2,5% circa dell'incremento delle passività.

*Dimensione netta dell'euromercato.* L'espansione delle attività sull'estero in valuta delle banche europee dichiaranti, quantificata in \$117 miliardi, comprende un'elevata quota di duplicazioni contabili che si originano quando i fondi, nel loro passaggio dai fornitori primari agli utilizzatori finali, vengono intermediati da più di una banca nell'area dichiarante. Escludendo questo elemento di duplicazione, ma tenendo conto dei fondi in eurovalute impiegati dalle banche sul mercato interno, si può stimare che i nuovi fondi in valuta intermediati dalle banche europee dichiaranti siano ammontati a \$75 miliardi, ovvero a quasi \$60 miliardi se si escludono le variazioni di valutazione.

Dell'incremento totale dell'attività creditizia misurato in \$75 miliardi, all'incirca \$26 miliardi, ovvero poco più di un terzo, sono stati assorbiti dalla stessa area europea dichiarante. I crediti diretti al settore non bancario sono aumentati di circa \$15 miliardi, ed i maggiori mutuatari sono stati gli operatori non bancari in Germania (+ \$5,1 miliardi), nel Regno Unito (+ \$1,8 miliardi) e in Danimarca (+ \$1,7 miliardi). La quota maggiore sul totale di \$11 miliardi di nuovi fondi assorbiti dalle banche nell'area dichiarante è rappresentata dall'indebitamento in euromarchi del settore bancario tedesco. Dal lato delle fonti, si può stimare che l'area europea dichiarante abbia contribuito per circa \$25 miliardi all'espansione del mercato. Di questo importo, \$14 miliardi vanno ascritti a fondi non bancari, affluiti per oltre la metà dalla Svizzera sia in forma di fondi fiduciari, sia di depositi diretti non bancari.

Al di fuori dell'area dichiarante, un aspetto significativo dello scorso anno è stato il forte aumento nell'eurocredito ai paesi in via di sviluppo sia petroliferi sia non petroliferi. Le attività delle banche europee dichiaranti verso i paesi OPEC hanno registrato un'espansione del 55%, mentre le passività verso di essi sono aumentate solo marginalmente. Di conseguenza, la posizione debitoria netta delle eurobanche verso i paesi OPEC si è ridotta da \$38,8 miliardi alla fine del 1977 a \$30,4 miliardi alla fine dello scorso anno. La posizione creditoria verso gli altri paesi in via di sviluppo è aumentata del 32%, ma all'espansione dal lato delle attività ha fatto riscontro un incremento anche maggiore, di \$10,2 miliardi, nelle passività. Ciò ha comportato che la posizione creditoria netta dell'euromercato, nella sua accezione più ristretta, verso i paesi in via di sviluppo non petroliferi si è ridotta al trascurabile importo di \$0,3 miliardi. Anche se al fine di una valutazione dei rischi le attività e le passività non possono certamente essere compensate, il saldo ora citato contribuisce a porre nella giusta prospettiva le affermazioni circa un'eccessiva



## Fonti e impieghi dei fondi in eurovalute. Stime.

Fine mese	Area europea dichiarante <sup>1</sup>		Stati Uniti	Canada e Giappone	Altri paesi sviluppati	Europa orientale <sup>2</sup>	Centri bancari offshore <sup>3</sup>	Paesi esportatori di petrolio <sup>4</sup>	Paesi in via di sviluppo	Non classificati <sup>7</sup>	Totale
	Totale <sup>5</sup>	di cui: Settore non bancario <sup>6</sup>									
Impieghi											
1975 dicembre . .	63,0	43,6	16,5	20,2	25,8	15,9	35,6	5,3	19,5	3,2	205,0
1976 dicembre . .	74,4	51,5	18,2	21,6	33,0	20,8	40,8	9,6	24,7	3,9	247,0
1977 marzo . . .	78,7	56,3	17,8	21,8	34,0	20,2	42,1	11,2	24,7	4,5	255,0
giugno . . .	85,4	61,8	18,9	18,8	35,5	21,4	44,3	12,7	25,5	4,5	267,0
settembre . .	88,3	63,1	20,4	18,4	38,9	22,1	43,5	13,6	27,1	4,7	277,0
dicembre I . .	99,2	69,9	21,0	18,7	42,6	23,8	43,7	15,6	30,0	5,4	300,0
dicembre II . .	110,4	77,3	21,3	18,7	30,8	25,7	43,9	15,7	30,3	3,2	300,0
1978 marzo . . .	115,6	80,3	18,5	20,4	31,9	27,0	43,4	17,8	31,8	3,6	310,0
giugno . . .	117,8	82,3	19,6	20,8	31,9	28,5	44,6	18,6	33,7	3,5	319,0
settembre . .	127,0	87,0	22,0	21,8	32,9	31,2	51,5	21,0	36,6	4,0	348,0
dicembre . .	136,0	92,0	24,6	24,6	34,7	31,4	55,0	24,3	40,1	4,3	375,0
Fonti											
1975 dicembre . .	79,5	39,2	15,4	8,3	19,9	5,4	21,8	34,6	16,2	3,9	205,0
1976 dicembre . .	86,7	45,5	18,8	10,5	21,3	6,4	30,1	45,2	21,3	6,7	247,0
1977 marzo . . .	91,7	47,0	19,4	10,5	19,8	4,7	29,6	47,8	23,4	8,1	255,0
giugno . . .	97,5	48,7	23,3	8,2	19,7	4,5	31,0	51,1	24,8	6,9	267,0
settembre . .	98,7	50,1	23,7	7,8	23,3	4,9	30,9	52,0	26,8	8,9	277,0
dicembre I . .	108,6	54,9	24,9	8,4	26,6	6,4	33,2	54,0	29,5	8,4	300,0
dicembre II . .	117,3	56,0	25,4	8,4	18,8	7,0	33,4	54,5	29,6	5,6	300,0
1978 marzo . . .	123,2	58,6	26,9	9,6	20,0	6,6	33,9	54,5	31,3	4,0	310,0
giugno . . .	131,0	62,1	26,5	9,7	21,6	6,9	35,5	51,4	33,1	3,3	319,0
settembre . .	140,5	66,3	29,1	11,3	25,2	7,7	39,7	52,6	37,3	4,6	348,0
dicembre . .	142,5	70,1	37,0	13,0	26,2	8,8	45,4	54,7	39,8	7,6	375,0

<sup>1</sup> Fino al dicembre 1977 (dicembre I) l'area europea dichiarante comprende Belgio-Lussemburgo, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera. Dal 1977 (dicembre II) comprende anche Austria, Danimarca e Irlanda. Per contro, dal 1977 (dicembre II) le posizioni verso Austria, Danimarca e Irlanda sono escluse da quelle verso "Altri paesi sviluppati". <sup>2</sup> 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 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 estera e i fondi in valuta estera 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). <sup>3</sup> Per le "Fonti", inclusi i fondi fiduciari nella misura in cui sono trasferiti da banche svizzere ad altre banche entro l'area dichiarante e non sono dichiarati dalle stesse banche svizzere come passività verso operatori non bancari esterni all'area dichiarante. <sup>4</sup> Escluse le posizioni nei confronti della Repubblica democratica tedesca delle banche situate nella Repubblica federale tedesca. <sup>5</sup> Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Hong Kong, Isole Cayman, Libano, Liberia, Nuove Ebridi, Panama, Singapore, altre Indie occidentali britanniche. <sup>6</sup> Algeria, Arabia Saudita, Bahrain, Brunei, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar, Trinidad e Tobago, Venezuela. <sup>7</sup> Include le posizioni nei confronti di istituzioni internazionali eccetto la BRI.

esposizione dell'euromercato nei confronti dei paesi in via di sviluppo non petroliferi. Anche su base lorda, alla fine del 1978 l'euromercato in senso stretto contribuiva per meno di un terzo alla posizione creditoria complessiva delle banche verso i paesi in via di sviluppo. In effetti, il grosso delle attività bancarie, sia lorde sia nette, verso i paesi in via di sviluppo risulta da crediti convenzionali (in parte connessi all'interscambio commerciale) in moneta nazionale, compresi i crediti in dollari concessi dalle banche situate negli Stati Uniti, in buona parte intermediati attraverso i centri *offshore*.

Diversa è la situazione per quanto concerne i paesi dell'Europa orientale, nei confronti dei quali l'ingente posizione creditoria netta dell'euromercato si è ampliata lo scorso anno da \$18,7 a 22,6 miliardi.

Per quanto riguarda le posizioni verso i paesi non europei del Gruppo dei Dieci, un aspetto significativo dello scorso anno è stato l'ingente afflusso di nuovi fondi dagli Stati Uniti. Le passività delle banche europee dichiaranti verso questo paese sono aumentate di \$ 11,6 miliardi, ovvero del 46 %, e i due terzi di questo incremento si sono concentrati negli ultimi tre mesi dell'anno. In aggiunta a ciò, una parte cospicua dei nuovi fondi affluiti dai centri *offshore* (\$ 12 miliardi) può essere considerata come proveniente dagli Stati Uniti.

Un'altra importante fonte di nuovi fondi è stato il gruppo degli "Altri paesi sviluppati", che hanno accresciuto i loro depositi quasi del 40 %. Di conseguenza, lo scorso anno la posizione creditoria netta dell'euromercato verso questo gruppo si è ridotta da \$ 12 a 8,5 miliardi.

### **Le banche statunitensi e le loro filiali nei centri offshore.**

Lo scorso anno una delle caratteristiche più significative della scena monetaria internazionale è stata la brusca accelerazione nel deflusso di fondi bancari dagli Stati Uniti. Le attività sull'estero dichiarate dalle banche situate in questo paese sono aumentate di \$ 36,4 miliardi, l'incremento di gran lunga maggiore finora registrato. Sebbene anche le passività abbiano segnato un aumento molto consistente, la posizione creditoria netta sull'estero delle banche si è raddoppiata, passando da \$ 14,5 a 29 miliardi. Escludendo l'aumento delle passività verso detentori ufficiali esteri, in parte derivante dall'effetto espansivo sulle disponibilità ufficiali in valuta esercitato dal credito concesso all'estero dalle banche stesse, l'incremento delle attività nette è ammontato a \$ 19,4 miliardi.

Tre fattori principali sono all'origine di questa rapidissima espansione nelle posizioni sull'estero sia lorde sia nette. In primo luogo, le perturbazioni sui mercati dei cambi hanno talora gonfiato la domanda estera di crediti in dollari. In secondo luogo, l'aumento nelle attività sull'estero ha rispecchiato la costante aspirazione delle maggiori banche statunitensi ad essere presenti in un mercato del credito internazionale in rapida espansione. Una terza causa, che ha contribuito alla crescita sia delle attività sia delle passività sull'estero, è stata l'abolizione, in agosto, della riserva obbligatoria sui fondi raccolti dalle banche estere, che ha indotto le banche statunitensi ad effettuare una più ampia quota delle loro operazioni internazionali presso le case-madri negli Stati Uniti. Un quarto elemento, che ha influito sul volume d'affari delle banche solo dal lato delle passività, è stato il moderato inasprimento della politica monetaria degli Stati Uniti nella seconda metà dell'anno, ed in particolar modo gli incrementi nei coefficienti di riserva obbligatoria sui certificati di deposito interni che, unitamente all'abolizione dell'obbligo di riserva sulle passività verso le banche estere ha fortemente ridotto in termini relativi il costo dei fondi eurovalutari.

L'incidenza del primo fattore, e cioè l'influenza esercitata dai mercati dei cambi, si è riflessa nella distribuzione sia geografica sia temporale dell'espansione delle attività sull'estero delle banche. Il 72,5 % di questo aumento va attribuito ai crediti verso l'area dichiarante in senso lato, compresi i centri *offshore*. E, per quanto riguarda l'andamento temporale, le attività verso non residenti sono aumentate di \$ 15 miliardi tra la fine di settembre del 1977 e il marzo 1978, hanno registrato scarsi incrementi durante i successivi quattro mesi, e si sono accresciute di ben \$ 29 miliardi negli ultimi

cinque mesi dell'anno. Nel primo trimestre del 1979, allorché il dollaro ha cominciato a recuperare terreno, vi è stato un riflusso in senso contrario nella misura di \$6,2 miliardi. La tendenza alquanto più restrittiva della politica monetaria negli Stati Uniti e le modifiche apportate alle riserve obbligatorie si sono riflesse nell'andamento delle passività sull'estero delle banche negli Stati Uniti che, dopo essere aumentate di soli \$3 miliardi nei primi sette mesi del 1978, si sono accresciute di \$19 miliardi durante la restante parte dell'anno.

L'espansione nelle attività sull'estero delle filiali di banche statunitensi nei centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente si è rallentata, scendendo dal 22% nel 1977 al 17%. Oltre il 60% dell'aumento di \$15,4 miliardi nelle attività sull'estero delle filiali *offshore* ha avuto come contropartita dal lato delle passività un afflusso di fondi dagli Stati Uniti. Gran parte del nuovo credito è stato assorbito all'interno della stessa area dichiarante, compresa un'espansione di \$3,5 miliardi delle attività verso gli Stati Uniti. Rispetto agli anni precedenti, i crediti concessi ai paesi in via di sviluppo, petroliferi e non petroliferi, hanno registrato solo modesti incrementi.

Se si consolidano le posizioni delle banche statunitensi con quelle delle loro filiali *offshore*, le attività verso i paesi in via di sviluppo non petroliferi, prevalentemente nell'America Latina, presentano un aumento di \$7,2 miliardi, quasi doppio rispetto a quello del 1977. Il nuovo credito ai paesi OPEC, pari a \$5,1 miliardi, ha fatto segnare un aumento del 35%. Dal lato delle fonti, i nuovi depositi ricevuti dai paesi in via di sviluppo, petroliferi e non petroliferi sono ammontati a \$2,9 e 3,3 miliardi rispettivamente.

### **Le banche giapponesi.**

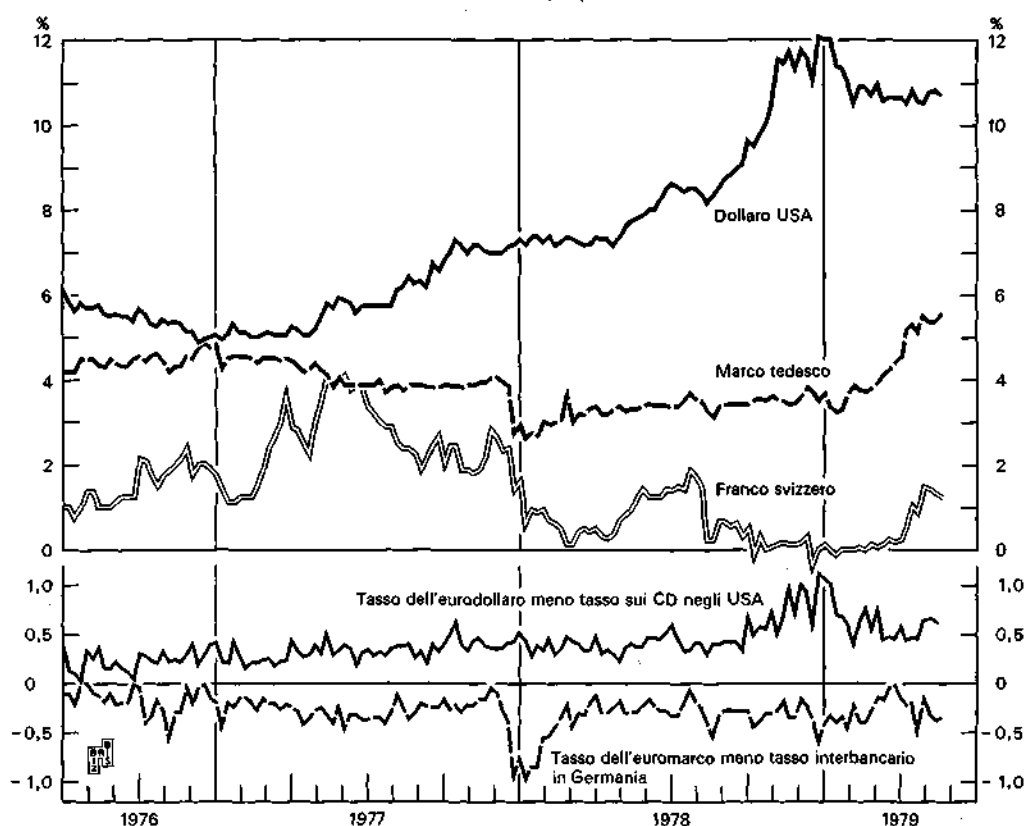
Così come le banche tedesche, lo scorso anno le banche situate in Giappone e le loro affiliate all'estero hanno svolto un ruolo primario nell'attività creditizia internazionale. Ciò emerge in certa misura dall'andamento delle attività sull'estero delle stesse banche giapponesi che, dopo una fase di ristagno nel 1977, sono aumentate di \$12 miliardi, ovvero del 55%. Questa brusca espansione degli impieghi sull'estero è in larga parte attribuibile all'elevato volume della liquidità interna, originata dall'ingente avanzo della bilancia dei pagamenti di questo paese che ha coinciso con una debole domanda di credito da parte delle imprese sul mercato interno. In aggiunta, per considerazioni inerenti alla bilancia dei pagamenti e all'andamento dei cambi, le autorità hanno attivamente favorito l'esportazione di capitali da parte delle banche.

Dal lato delle fonti, in talune occasioni il volume delle operazioni bancarie è stato pesantemente influenzato dagli sviluppi sui mercati dei cambi. Le passività sull'estero in yen sono balzate da \$2 miliardi nel settembre 1977 a \$7,9 miliardi nel marzo 1978, allorché la riserva obbligatoria sugli incrementi dei depositi liberi in yen di non residenti è stata portata al 100%. Nel maggio 1978 le passività in yen, soprattutto per effetto di questo provvedimento, si erano ridotte a \$5,8 miliardi, per poi risalire a \$8,7 miliardi alla fine dell'anno. Nel complesso, lo scorso anno le passività sull'estero delle banche in moneta nazionale ed in valuta sono aumentate di \$10,4 miliardi, consentendo solo una modesta contrazione, da \$6,9 a 5,3 miliardi, della posizione debitoria netta sull'estero del settore bancario.

### L'andamento dei tassi di interesse.

Nel corso del 1978 i differenziali di rendimento non coperti a termine tra i tassi dell'eurodollaro e i saggi sui depositi in altri settori dell'euromercato si sono notevolmente ampliati, raggiungendo livelli senza precedenti verso la fine dell'anno. Il differenziale tra il tasso dell'eurodollaro e quello dell'euromarco a tre mesi, già salito da circa zero a quasi 4,25 punti percentuali nel corso del 1977, è ulteriormente cresciuto fino a circa 8,25 punti percentuali. In rapporto ai tassi dell'eurofranco svizzero, che nella seconda metà del 1978 erano calati quasi a zero, il premio dei tassi dell'eurodollaro è stato anche più pronunciato, raggiungendo alla fine dell'anno il 12% per i depositi a tre mesi.

Tassi interbancari a tre mesi sui depositi in eurovalute e differenziali rispetto ai tassi interni.  
Dati di metà settimana, in percentuale.

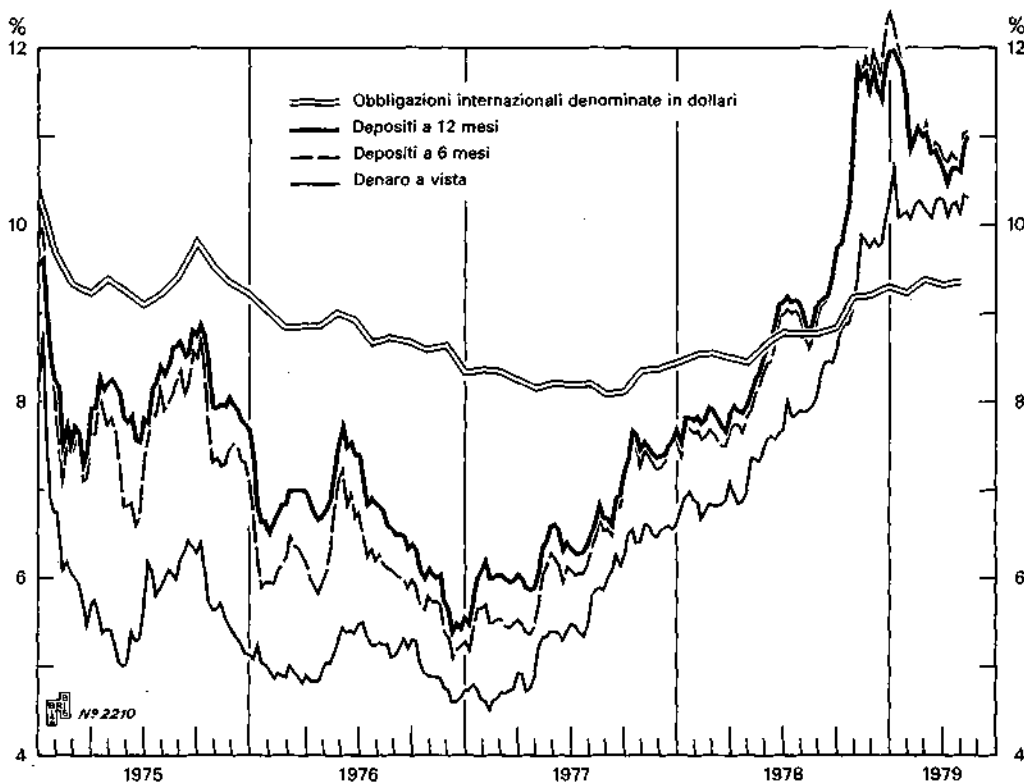


NP 2176

Nel settore del dollaro, il movimento al rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti iniziato verso la fine di aprile ha spinto i saggi sugli eurodepositi a tre mesi da circa il 7,25% nella prima parte del 1978 a poco più del 12% verso la fine dell'anno; essi sono tuttavia ridiscesi a poco meno del 10,75% nel primo trimestre del 1979. Poiché si riteneva che l'accelerazione del tasso di inflazione negli Stati Uniti fosse un fenomeno puramente transitorio, il brusco aumento dei tassi di interesse del dollaro a breve termine si è associato ad una vistosa inversione della curva dei rendimenti. Mentre all'inizio del 1978 i tassi sui depositi in eurodollari a tre mesi erano

inferiori di 1,25 punti percentuali ai rendimenti delle obbligazioni in eurodollari, alla fine dell'anno li superavano di 2,75 punti percentuali, sebbene questo premio si sia successivamente ridotto a 1,25 punti percentuali nei primi mesi del 1979.

Tassi sui depositi in eurodollari e rendimenti delle obbligazioni in eurodollari.  
Medie settimanali e tassi di fine mese.



Nonostante la forte ascesa dei tassi di interesse e l'abolizione nell'agosto 1978 delle riserve obbligatorie sull'indebitamento delle banche degli Stati Uniti verso le banche all'estero, nei primi nove mesi dell'anno il premio dei tassi sui depositi in eurodollari rispetto ai corrispondenti rendimenti sul mercato statunitense si è mantenuto alquanto stabile intorno a  $\frac{3}{8}$  di punto percentuale. Sotto l'influsso delle operazioni di fine anno e della domanda di credito originata dalle perturbazioni sui mercati dei cambi, il premio è salito a  $\frac{1}{2}$  punto percentuale alla fine di settembre. Dopo i provvedimenti adottati negli Stati Uniti il 1° novembre e l'imposizione di un obbligo di riserva supplementare sui certificati di deposito di elevato importo delle banche statunitensi, il premio ha raggiunto un punto percentuale verso la metà di novembre; ma nei primi mesi del 1979, con la ripresa del dollaro sui mercati dei cambi, esso è ritornato a poco più di  $\frac{1}{2}$  punto percentuale. Questo livello è pur sempre maggiore di quelli registrati nel primo semestre del 1978, ma in termini relativi corrisponde ad una forte contrazione del premio dei tassi dell'eurodollaro, in quanto per le banche negli Stati Uniti le varie modifiche apportate alla riserva obbligatoria, unitamente al più alto livello assoluto dei tassi di interesse del dollaro, devono avere

notevolmente accresciuto la convenienza, in termini di costo, dell'indebitamento in eurodollari rispetto al ricorso alle fonti interne di credito.

I tassi dell'euromarco, che nel dicembre 1977 erano scesi dal 4 a circa il 2,9% in seguito ai provvedimenti adottati dalle autorità tedesche per limitare gli afflussi di capitali, sono gradualmente ritornati intorno al 3,5% verso la metà del 1978. Analogamente, lo sconto dei tassi dell'euromarco sui corrispondenti tassi interbancari del mercato interno tedesco, dopo essersi ampliato fino a raggiungere quasi un punto percentuale al volgere del 1977, nell'aprile del 1978 era ritornato al livello di cinque mesi prima, cioè di  $\frac{1}{4}$  di punto percentuale. Dopo la revoca, nel giugno 1978, dei precedenti provvedimenti contro gli afflussi di capitali, nel secondo semestre dell'anno le nuove spinte al rialzo sul marco tedesco in rapporto al dollaro non hanno comportato che un modesto ampliamento dello sconto. Nei primi quattro mesi del 1979, quando il rafforzamento del dollaro ha consentito un certo inasprimento delle condizioni sul mercato monetario tedesco, i tassi dell'euromarco sono aumentati di circa il 3,4%, portandosi al 5,5%.

L'eccessiva forza del franco svizzero sul mercato dei cambi e l'elaborato sistema di difese predisposto in Svizzera contro gli afflussi di capitali hanno comportato una flessione dei tassi dell'eurofranco dal 4% agli inizi di giugno del 1977 allo 0,125% nella seconda metà di febbraio del 1978. Successivamente, le condizioni alquanto più distese sui mercati dei cambi hanno consentito una ripresa dei tassi dell'eurofranco svizzero, ritornati ad oltre l'1,5% verso la metà dell'anno. Tuttavia, le fortissime spinte al rialzo cui è stato nuovamente soggetto il franco svizzero e correlativamente la massiccia creazione di liquidità all'interno del paese hanno risospinto i tassi dell'eurofranco a quota zero, e persino leggermente al disotto, negli ultimi tre mesi dell'anno. In presenza di una situazione di abbondante liquidità sul mercato svizzero, i tassi dell'eurofranco si sono mantenuti intorno a quel livello nel primo trimestre del 1979, prima che l'andamento molto più sostenuto del dollaro sui mercati dei cambi avviasse un movimento ascendente che alla fine di aprile ha portato il tasso sui depositi in eurofranchi svizzeri all'1,5%.

#### **L'andamento dei mercati obbligazionari internazionali nel 1978.**

Lo scorso anno gli elementi che hanno influito in maniera predominante sull'andamento dei mercati obbligazionari internazionali sono stati le turbolenze sui mercati dei cambi, il rialzo dei tassi di interesse a breve del dollaro e lo stato di generale incertezza connesso all'accelerazione dell'inflazione negli Stati Uniti. Anche se questi influssi non hanno impedito un volume complessivo di emissioni che, con un totale di \$36,7 miliardi, ha nuovamente raggiunto e persino superato di \$0,6 miliardi il livello massimo toccato nel 1977, essi hanno avuto un'incidenza assai disuguale sui singoli settori del mercato. Com'era prevedibile, le emissioni in dollari sono diminuite da \$20 miliardi nel 1977 a \$13,8 miliardi, mentre i disinvestimenti di averi in dollari, il crescente flusso dei rimborsi e l'elevato livello della liquidità sui principali mercati al di fuori degli Stati Uniti hanno accresciuto la richiesta di emissioni denominate nelle monete di cui era previsto un apprezzamento. Di conseguenza, il volume delle emissioni denominate in monete diverse dal dollaro, segnatamente in marchi tedeschi, in franchi svizzeri e in yen, è aumentato da \$16,1 a 22,9 miliardi.

La debolezza del dollaro ha particolarmente influito sul mercato delle euroobbligazioni, dove gli investitori sono soprattutto i residenti al di fuori degli Stati Uniti e dove la sola alternativa di rilievo, in termini di moneta, è rappresentata dalle emissioni in marchi tedeschi. Sebbene queste ultime siano aumentate di \$1,3 miliardi salendo a \$6,5 miliardi, questo incremento ha solo in parte compensato la flessione di \$4,7 miliardi nelle emissioni in dollari, scese a \$7,7 miliardi. Le emissioni in altre monete hanno presentato andamenti differenziati, e nel complesso sono diminuite di \$0,2 miliardi scendendo a \$1,7 miliardi. Le emissioni in eurosterline, riapparse alla fine del 1977, sono nuovamente cessate dopo aprile, mentre durante il 1978 non sono stati lanciati prestiti obbligazionari in dollari canadesi a causa della debolezza di questa moneta. Per contro, in settembre è stato ripreso il lancio di euroemissioni in franchi francesi dopo una pausa di due anni. Nel complesso, il volume totale delle emissioni sul mercato delle euroobbligazioni si è ridotto da \$19,5 miliardi nel 1977 a \$15,9 miliardi. Tenuto conto dell'aumento dei rimborsi, la flessione nel nuovo indebitamento netto è stata ancora più pronunciata.

La situazione è stata molto diversa per quel che riguarda le emissioni estere sui mercati nazionali, in quanto anche il franco svizzero e lo yen hanno rappresentato un'alternativa al dollaro USA. Le emissioni estere negli Stati Uniti, dove gli investitori sono in parte i residenti stessi, per i quali l'acquisto di titoli in dollari non comporta generalmente rischi di cambio, hanno registrato una contrazione relativamente modesta di \$1,5 miliardi. A tale flessione ha fatto riscontro un aumento di \$5,7 miliardi nelle emissioni estere sugli altri mercati nazionali, cosicché il volume complessivo delle emissioni è salito da \$16,6 a 20,8 miliardi. L'attività di emissione è stata particolarmente vivace in Svizzera e in Giappone, dove la relativa debolezza degli investimenti interni, unitamente agli effetti di creazione di liquidità originati dagli interventi ufficiali sui mercati dei cambi, ha reso molto agevoli le condizioni del mercato finanziario, e dove, per considerazioni inerenti al tasso di cambio la domanda di queste obbligazioni estere da parte di non residenti è stata sostenuta. Nel caso del Giappone inoltre, l'attenuazione delle restrizioni sulle emissioni da parte di non residenti ha esercitato sull'estero un ulteriore stimolo all'indebitamento, e in effetti le emissioni estere in yen lanciate in Giappone sono balzate da \$1,4 miliardi nel 1977 a \$4,7 miliardi. In Svizzera, nonostante la fissazione agli inizi di marzo del 1978 di un limite massimo del 35 % alla quota da collocare presso i non residenti, le emissioni estere sono aumentate di \$2,1 miliardi, salendo a \$7,1 miliardi; a questo livello, il volume delle emissioni in Svizzera ha superato per la prima volta quello delle emissioni estere negli Stati Uniti. In Germania le emissioni estere, che sono in realtà un'appendice del mercato obbligazionario in euromarchi e vengono quasi esclusivamente usate da istituzioni internazionali, hanno segnato un marginale incremento di \$0,1 miliardi, salendo a \$1,6 miliardi.

Nel 1978 l'andamento dei mercati obbligazionari internazionali ha rispecchiato le vicissitudini sui mercati dei cambi ed è stato caratterizzato da rapidi mutamenti nelle preferenze e nelle condizioni del mercato. La graduale perdita di attrattiva delle obbligazioni denominate in dollari, iniziata alla fine del 1977, è culminata in febbraio e marzo quando gli investitori, delusi dal continuo deprezzamento del dollaro, hanno cercato di spostarsi verso titoli denominati in monete forti. Inoltre, la domanda di euroobbligazioni in marchi e yen è stata stimolata dai provvedimenti adottati in Germania e in Giappone verso la fine del 1977 e nel primo trimestre del 1978 per scoraggiare gli afflussi di capitali.

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

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	1976	5.750	3.830	1.330	1.070	5.110	1.240	3.370	2.960
	1977	9.010	5.740	2.780	1.860	5.060	1.290	2.650	2.910
	1978	5.360	2.440	2.250	1.330	5.950	1.630	2.300	1.710
	1979/I	1.910	600	750	250	1.800	260	1.450	890
Canada . . . .	1976	3.010	1.570	40	150	6.090	5.720	370	4.060
	1977	1.950	990	410	60	3.430	2.980	360	1.830
	1978	830	470	360	380	4.020	3.230	370	1.080
	1979/I	430	430	—	30	1.580	840	480	410
Stati Uniti . .	1976	400	400	—	120	30	—	—	30
	1977	1.300	1.190	10	430	220	—	20	200
	1978	1.320	970	230	200	370	—	220	150
	1979/I	860	700	40	—	160	—	60	—
Altri paesi sviluppati <sup>2</sup>	1976	2.060	1.500	510	300	1.500	710	790	680
	1977	2.090	1.450	590	320	1.450	670	660	510
	1978	2.550	920	1.590	360	2.780	410	1.740	1.930
	1979/I	570	90	470	140	870	—	870	590
Resto del mondo <sup>3</sup>	1976	1.060	450	270	180	900	690	120	210
	1977	2.660	990	1.190	500	1.610	820	400	430
	1978	2.980	1.080	1.290	750	2.070	290	540	880
	1979/I	620	340	110	—	440	60	50	130
Istituzioni internazionali	1976	3.090	2.250	670	1.890	5.310	2.270	790	1.970
	1977	2.480	1.980	240	890	4.840	1.920	870	1.820
	1978	2.930	1.770	820	1.290	5.610	600	1.890	2.830
	1979/I	270	190	50	50	540	350	30	30
Totale delle emissioni collocate . .	1976	15.370	10.000	2.820	3.710	18.940	10.630	5.440	9.910
	1977	19.480	12.340	5.220	4.060	16.610	7.670	4.960	7.700
	1978	15.870	7.650	6.540	4.310	20.800	6.160	7.060	8.580
	1979/I	4.560	2.550	1.420	470	5.390	1.510	2.940	2.050

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

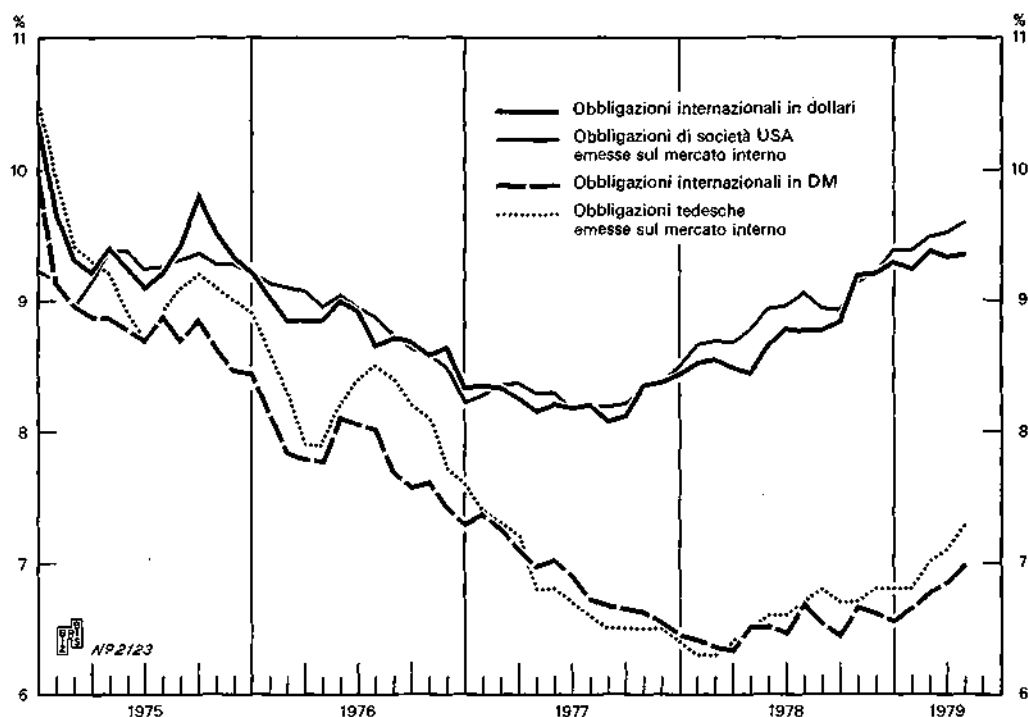
In aprile, quando il dollaro ha cominciato a dare segni di ripresa, gli ampi differenziali di rendimento a suo favore hanno ravvivato l'interesse per le emissioni in dollari, mentre quelle in altre valute hanno immediatamente cominciato ad apparire meno attraenti. Dato l'ampio volume di queste emissioni "a basso rendimento" in cantiere, il mercato delle euroobbligazioni in marchi ha iniziato a dare segni di congestione, e a metà maggio il sotto-comitato per il mercato tedesco dei capitali decideva la temporanea sospensione delle nuove emissioni da parte di mutuatari esteri. Quanto alle emissioni estere in Svizzera, esse hanno risentito delle limitazioni introdotte in marzo agli acquisti di tali titoli da parte di non residenti.

L'ulteriore aumento dei tassi di interesse a breve negli Stati Uniti e le rinnovate pressioni sul tasso di cambio nel corso dell'estate hanno posto bruscamente fine alla



ripresa del mercato delle euroobbligazioni in dollari. L'appiattimento ed infine l'inversione della curva dei rendimenti hanno avuto effetti assai negativi sulle obbligazioni in dollari e, ad eccezione delle *notes* a tasso flottante che offrivano agli investitori una garanzia contro ulteriori aumenti dei tassi di interesse, l'attività di emissione nel settore in dollari del mercato euroobbligazionario si è quasi arrestata negli ultimi mesi dell'anno. Per l'intero 1978 le emissioni di *notes* in eurodollari a tasso flottante sono ammontate a \$2,4 miliardi, contribuendo per il 31% alle complessive emissioni in eurodollari, rispetto ad una quota solo del 14% nel 1977. Il deterioramento delle condizioni del mercato si è rispecchiato nei rendimenti delle euroobbligazioni che, dopo essere rimasti indietro rispetto all'aumento dei rendimenti obbligazionari sul mercato statunitense durante i primi nove mesi dell'anno, sono stati oggetto di un forte rialzo nel mese di ottobre. Alla fine dell'anno essi si aggiravano intorno al 9,25%, superando di 1,25 punti percentuali il loro livello di quindici mesi prima.

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 in relazione alla scadenza finale, gli altri in relazione alla scadenza media.

La seconda metà del 1978 non è stato un periodo favorevole neppure per i settori denominati in altre monete. La riapertura del mercato delle euroobbligazioni in marchi non ha incontrato grande favore tra gli investitori. Verso la fine dell'estate, tuttavia, il nuovo mutamento di situazione sul mercato dei cambi ha contribuito a ravvivare l'interesse degli investitori, ed i rendimenti delle obbligazioni in euro-marchi sono scesi al disotto di quelli dei corrispondenti titoli sul mercato tedesco. Una più forte domanda di credito da parte del settore pubblico e il rafforzamento dei

rendimenti delle obbligazioni del mercato interno durante l'estate hanno ridotto l'interesse per le obbligazioni estere in yen, sebbene il volume delle emissioni si sia mantenuto ben al di sopra della media del 1977. In Svizzera le emissioni estere hanno registrato un forte recupero nel terzo trimestre; ma negli ultimi mesi dell'anno la preoccupazione dei mutuatari circa un'eccessiva forza del franco svizzero ha comportato un nuovo rallentamento nonostante l'aumento al 50% del limite massimo posto alla quota delle emissioni estere in franchi svizzeri da collocare presso non residenti.

Per quanto concerne i mutuatari, un aspetto positivo è stato il crescente accesso dei paesi in via di sviluppo ai mercati delle emissioni internazionali, con un aumento dei fondi da essi raccolti da \$4 miliardi nel 1977 a \$5 miliardi. I maggiori mutuatari in questo gruppo di paesi sono stati il Brasile, il Venezuela, il Messico e l'Algeria. Le emissioni delle istituzioni internazionali sono salite da \$4,7 a 5,1 miliardi.

I paesi OCSE hanno leggermente ridotto il ricorso al finanziamento mediante obbligazioni internazionali, a causa in parte della diminuzione dei loro disavanzi delle partite correnti ed in parte delle condizioni assai favorevoli ai mutuatari praticate dai mercati dell'eurocredito. Il Canada, che al tempo stesso ha fortemente accresciuto il proprio ricorso al credito bancario internazionale, ha continuato ad essere il maggiore mutuatario, avendo raccolto fondi per \$4,9 miliardi, di cui due terzi attinti sul mercato degli Stati Uniti. Nondimeno questo importo è inferiore di \$0,5 miliardi a quello del 1977. Anche Austria, Francia, Svezia e Regno Unito, tutti paesi che nel 1978 hanno conseguito un forte miglioramento della loro bilancia dei pagamenti, hanno raccolto un volume di fondi molto inferiore rispetto al 1977. Per contro, le emissioni di mutuatari giapponesi, prevalentemente nella forma di euroobbligazioni convertibili denominate in marchi, sono aumentate di \$0,9, salendo a \$2,8 miliardi. Gli emittenti norvegesi, il terzo maggior gruppo di mutuatari, hanno ottenuto \$2,6 miliardi, come nel 1977. Le banche e le società non bancarie degli Stati Uniti hanno raccolto \$1,7 miliardi, cioè \$0,2 miliardi in più rispetto allo scorso anno.

Nel primo trimestre del 1979, la vigorosa ripresa del dollaro e la flessione, rispetto alle precedenti punte massime, dei tassi di interesse a breve negli Stati Uniti hanno ripristinato l'interesse degli investitori per le obbligazioni in eurodollari, e le rispettive nuove emissioni sono ammontate a \$2,6 miliardi, rispetto ad una media trimestrale di \$1,9 miliardi nel 1978. Per analoghe ragioni, i crescenti tassi di interesse a breve sul mercato interno e il ridimensionamento delle aspettative circa il tasso di cambio hanno contribuito a smorzare l'interesse degli investitori per le euroobbligazioni in marchi e in yen. In Svizzera per contro, il ritorno ad aspettative più realistiche circa il tasso di cambio ha contribuito a rendere i mutuatari meno esitanti, mentre l'abolizione in gennaio delle restrizioni sugli acquisti di obbligazioni in franchi svizzeri da parte di non residenti ha rafforzato la domanda di questi titoli. Di conseguenza il volume delle nuove emissioni è salito a \$2,9 miliardi, superando del 66% la media trimestrale del 1978.

## VII. LA SCENA MONETARIA INTERNAZIONALE.

Il presente capitolo è dedicato all'esame dei principali avvenimenti prodottisi in campo monetario internazionale negli ultimi diciotto mesi. La prima sezione tratta dell'evoluzione dei tassi di cambio, dedicando particolare spazio alla forte flessione del dollaro durante il 1978 e alla sua successiva ripresa. La seconda sezione ha per oggetto il nuovo Sistema monetario europeo; essa è seguita da una breve analisi delle implicazioni che derivano dall'intenzione dei principali paesi di mantenere in futuro una maggiore stabilità dei tassi di cambio. La quarta sezione fornisce un resoconto dell'andamento della produzione e dei mercati dell'oro. La quinta sezione descrive l'ulteriore rapida espansione delle riserve globali avutasi l'anno scorso, ancora una volta derivante in larga parte dal disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e dalla mancanza di fiducia nel dollaro, e tratta delle inquietudini sorte riguardo all'attuale livello della liquidità internazionale.

### L'andamento dei tassi di cambio.

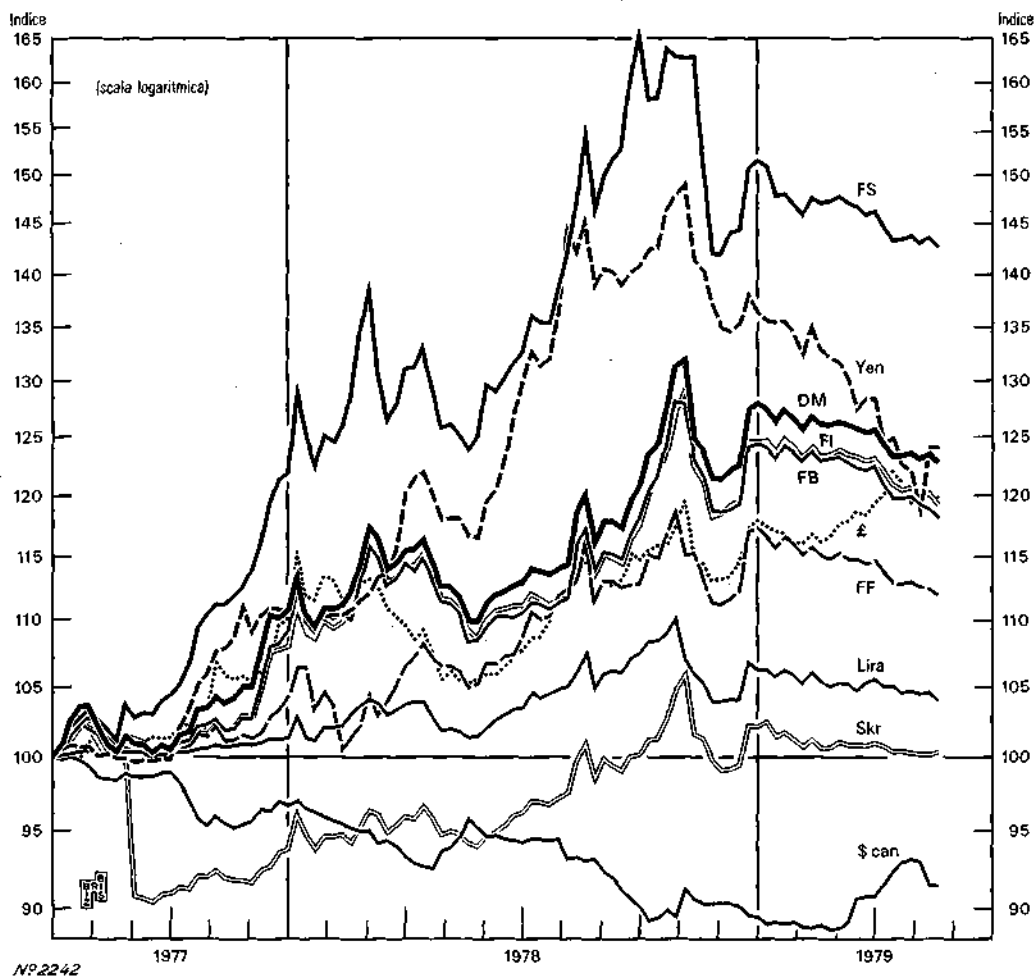
Fra gli eventi predominanti nel periodo in esame vi sono le ampie fluttuazioni dei tassi di cambio delle principali monete, di fatto le più ampie della storia recente. Tali oscillazioni, sebbene connesse a squilibri di fondo emersi precedentemente, hanno superato di molto l'ampiezza necessaria agli aggiustamenti nella situazione dei pagamenti internazionali. Inoltre, i mercati dei cambi hanno vissuto momenti di scompiglio in cui, in assenza di interventi da parte delle banche centrali, gli operatori di mercato avrebbero avuto difficoltà nel trovare contropartita. In termini di movimenti dei tassi di cambio, gli aspetti salienti di questa turbolenza sono stati il declino del dollaro USA fino all'ottobre 1978 e l'apprezzamento del franco svizzero, dello yen e del marco tedesco, che hanno ricalcato, su scala più vasta, il profilo determinatosi nel 1977. Tuttavia, contrariamente all'anno precedente, anche le altre principali monete, ad eccezione del dollaro canadese, si sono apprezzate fortemente rispetto al dollaro, benché in varia misura.

In seguito alle decisioni prese nell'ottobre e nel novembre 1978 dalle autorità svizzere e statunitensi di porre fine alle fluttuazioni smisurate delle proprie monete, la situazione sui mercati dei cambi è migliorata sensibilmente. Da allora un processo d'inversione ha annullato in gran parte le variazioni nei tassi di cambio dei mesi precedenti, come pure i movimenti di fondi speculativi che le avevano messe in moto. Il deprezzamento complessivo del dollaro USA ponderato in base al commercio con l'estero che, dalla fine del 1977, aveva toccato un massimo del 13 %, si è in seguito ridotto al 4,5 %, mentre l'apprezzamento ponderato dello yen e del franco svizzero è passato rispettivamente dal 28 al 7 %, e dal 22,5 al 9,25 %. Questi sviluppi, unitamente all'istituzione del nuovo Sistema monetario europeo nel marzo 1979, hanno sensibilmente mutato il funzionamento del sistema monetario nel senso di un impegno più deciso da parte dei principali paesi, e degli Stati Uniti in particolare, nell'assicurare la stabilità dei tassi di cambio.

Le cause di fondo della flessione del valore esterno del *dollaro USA* fino alla fine dell'ottobre 1978 vanno ricercate nella rapida inflazione degli Stati Uniti e nel forte disavanzo della bilancia dei pagamenti di parte corrente. Ma è stato il vuoto di fiducia provocato da questi sviluppi e dall'assenza di adeguati interventi sui mercati dei cambi da parte delle autorità americane il fattore cruciale che ha fatto precipitare il dollaro nella grave crisi dell'anno scorso. Parimenti, sono stati fattori di fiducia, basati sul mutamento negli orientamenti delle autorità statunitensi verso i tassi di cambio e nelle politiche ad essi connesse, a determinare l'importante miglioramento delle sorti del dollaro dal novembre 1978.

#### Tassi di cambio nominali: oscillazioni rispetto al dollaro USA.

Indici delle quotazioni a pronti di alcune monete.  
Dati di metà settimana. Fine 1977 = 100.



La debolezza del dollaro USA, iniziata durante l'ultimo trimestre del 1977, è stata temporaneamente arrestata all'inizio del gennaio 1978, in seguito all'annuncio che la Deutsche Bundesbank aveva aperto una speciale linea di credito su base *swap* a favore del Tesoro americano e ad un aumento di mezzo punto del saggio ufficiale

di sconto. In febbraio, tuttavia, il dollaro è stato di nuovo oggetto di pressioni e, all'inizio di marzo, il suo deprezzamento nei confronti del franco svizzero e del marco tedesco, rispetto alla fine del settembre 1977, era salito rispettivamente al 24,75 e al 14,5 %, nonostante i forti interventi delle autorità tedesche, svizzere e americane. A questo punto le pressioni sul dollaro sui mercati europei si sono attenuate e in seguito, il 13 marzo, le autorità americane e tedesche hanno annunciato l'intenzione di raddoppiare (portandola a 4 miliardi di dollari) la linea reciproca di credito ordinaria fra il Federal Reserve System e la Deutsche Bundesbank, nonché accordi per la vendita alla Germania, da parte degli Stati Uniti, di 600 milioni di DSP. Contemporaneamente le autorità americane si sono dette pronte, se necessario, a procurarsi le valute per intervenire sui mercati, mediante prelievi dalla posizione di riserva sul FMI. Tuttavia, sul mercato di Tokio, in marzo le tensioni si sono ulteriormente accentuate nonostante i massicci interventi della Banca del Giappone che hanno portato a \$6,4 miliardi l'aumento delle riserve del primo trimestre. All'inizio di aprile il dollaro era sceso a yen 218, segnando così dalla fine del settembre 1977 una flessione del 18,25 % rispetto a tale moneta e dell'8,5 % su base ponderata.

Una ripresa temporanea del dollaro si è poi avuta fra l'inizio di aprile e la fine di maggio. Durante questo periodo l'aumento del tasso di cambio effettivo è stato del 2,25 %; nei confronti del franco svizzero, del marco tedesco e dello yen il dollaro si è apprezzato rispettivamente dell'11,5, del 7 e del 5 % rispetto ai minimi raggiunti precedentemente nell'anno.

Verso la fine di maggio è iniziata la più ampia e generalizzata caduta del dollaro dal tempo dell'introduzione dei cambi fluttuanti nel marzo 1973. La flessione, iniziata sul mercato di Tokio, in giugno si è propagata all'Europa, coinvolgendo ben presto non solo le monete tradizionalmente forti, ma anche il franco francese, la sterlina e persino la lira italiana. Alla fine di giugno il dollaro aveva superato il suo precedente minimo su base ponderata e, eccezion fatta per una breve ripresa ad agosto inoltrato, la tendenza al ribasso è continuata per tutta l'estate e durante l'autunno. Si è trattato essenzialmente di una crisi di fiducia. Infatti, il disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti, sebbene ancora consistente, era diminuito nettamente dalla punta massima registrata fra la fine del 1977 e l'inizio del 1978, e la politica monetaria americana, sebbene non fortemente restrittiva, stava progressivamente inasprendosi. Mancava però un segno, da parte delle autorità statunitensi, della loro volontà di arginare la caduta del dollaro nel modo più diretto, intervenendo cioè sul mercato dei cambi in qualunque misura si rendesse necessario. In siffatte circostanze, non hanno sortito effetto alcuno né l'approvazione del progetto di legge sull'energia, a metà ottobre, né l'annuncio di una serie di provvedimenti antinflazionistici. Tra la fine di ottobre e la fine del maggio precedente, le principali monete risultavano apprezzate rispetto al dollaro nella misura seguente: 23 % lo yen, 25,25 % il franco svizzero, 18,5 % il marco tedesco, 14,25 % il franco francese, 13,5 % la sterlina e 9,5 % la lira. Il deprezzamento ponderato in base al commercio con l'estero era per tale periodo del 13 %, mentre superava il 18 % rispetto al settembre 1977.

Per i mercati valutari, l'elemento decisivo delle misure annunciate dalle autorità americane il 10 novembre è stata la mobilitazione su vasta scala di risorse per l'intervento sui mercati dei cambi. Queste comprendevano un prelievo di \$3 miliardi presso il FMI; vendite di DSP per un totale di \$2 miliardi; un aumento da \$7,4 a 15 miliardi delle linee reciproche di credito fra il Federal Reserve System e la

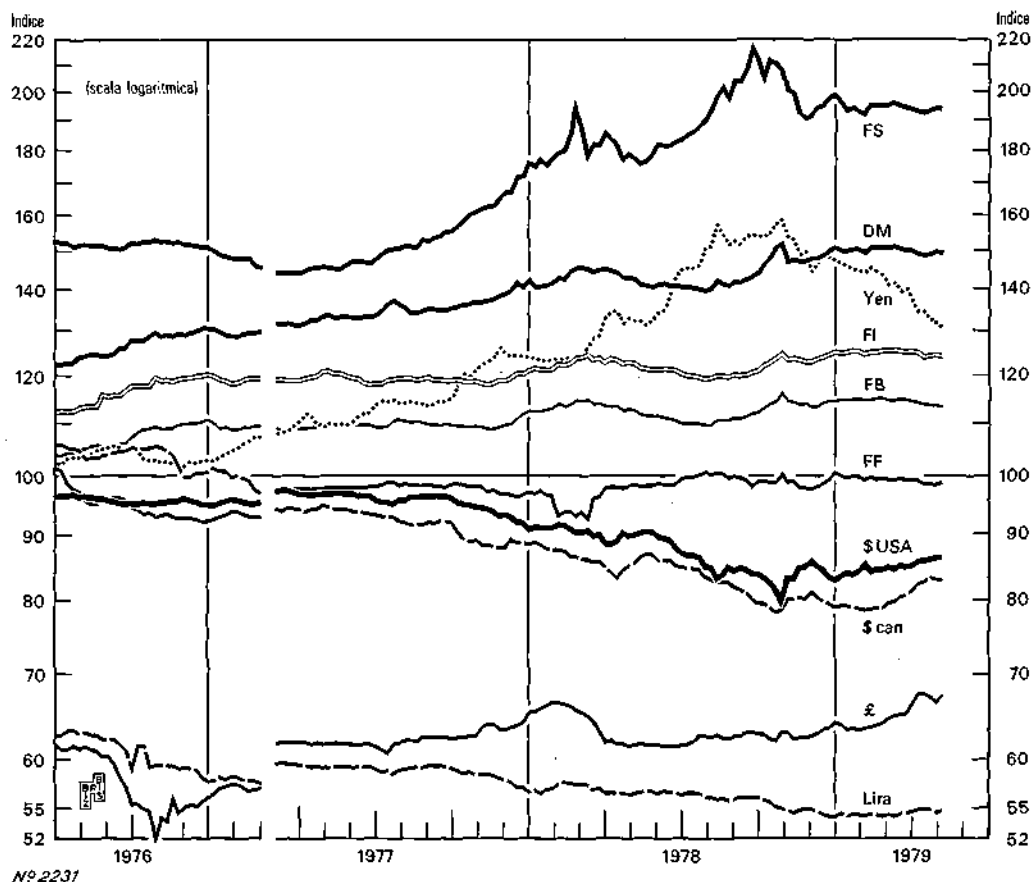
Bundesbank, la Banca del Giappone e la Banca Nazionale Svizzera; il proposito di emettere titoli del governo americano denominati in valuta estera fino all'equivalente di \$10 miliardi. La decisione della Federal Reserve di innalzare il saggio ufficiale di sconto di un intero punto percentuale per ragioni puramente di politica economica esterna ha sottolineato ulteriormente il maggiore impegno assunto dalle autorità verso la stabilità dei cambi.

La reazione iniziale del mercato è stata, come prevedibile, molto vivace: il giorno stesso dell'annuncio dei provvedimenti il dollaro recuperava in misura variabile dal 3,5 al 6,5 % nei confronti della maggior parte delle principali monete. In seguito tuttavia i mercati hanno manifestato ancora per qualche tempo segni di nervosismo, con occasionali ondate di vendite di dollari, soprattutto in reazione agli avvenimenti dell'Iran e alla decisione dell'OPEC di aumentare i prezzi del petrolio. Le autorità statunitensi hanno dato corso all'annuncio del 1° novembre effettuando massicci interventi sul mercato dei cambi in coordinazione con le banche centrali tedesca, giapponese e svizzera. Negli ultimi due mesi dell'anno le vendite di valuta sul mercato da parte delle autorità americane sono ammontate ad una somma equivalente a \$6,7 miliardi; contemporaneamente le riserve valutarie della Germania, del Giappone e della Svizzera sono aumentate di circa \$3,5, 2,4 e 4,4 miliardi rispettivamente, in gran parte in seguito agli interventi delle relative banche centrali.

Nel gennaio 1979 è stato raggiunto il punto in cui il dollaro ha potuto iniziare a rafforzarsi in modo autonomo, nonostante un ulteriore aggravamento dell'inflazione negli Stati Uniti. Con il ristabilirsi di un clima di fiducia, i differenziali dei tassi di interesse hanno iniziato a rappresentare il fattore dominante sui mercati valutari. La riconversione di fondi in dollari ha ripreso vigore nei mesi di marzo e di aprile e le banche centrali giapponese, tedesca e svizzera sono intervenute su vasta scala per impedire una flessione troppo rapida delle proprie monete. Alla fine di aprile le autorità degli Stati Uniti avevano rimborsato praticamente tutti i loro precedenti prelievi sulle linee reciproche di credito. A metà maggio il dollaro aveva superato del 10% su base ponderata il suo livello minimo del 1978, mentre nei confronti del marco tedesco, del franco svizzero e dello yen, esso aveva riguadagnato rispettivamente l'11,5, il 19,5 e il 23,5 %.

Fra le monete apprezzatesi durante gran parte del 1978, il *franco svizzero* ha registrato la progressione maggiore. Ciò ha condotto, nell'ottobre 1978, ad un deciso mutamento d'indirizzo nella politica valutaria, comportante interventi ufficiali ed altre misure per limitare il rialzo del franco. L'apprezzamento del franco durante il 1978 è iniziato in febbraio, nella prima fase della debolezza del dollaro; nel corso di quel mese la moneta svizzera si è apprezzata dell'11,5 % rispetto al dollaro (raggiungendo la quotazione di FS 1,77) e del 6,75 % rispetto al marco tedesco. Le autorità svizzere hanno allora rinforzato i controlli diretti sugli afflussi di capitali. L'interesse trimestrale negativo del 10% computato sui depositi in franchi svizzeri di non residenti è stato esteso ai conti delle banche centrali, riducendo al tempo stesso del 20% la base di esenzione; è stata vietata in modo pressoché completo l'acquisizione di titoli stilati in franchi svizzeri da parte di non residenti e sono state reintrodotte limitazioni all'importazione di banconote estere. A ciò si aggiunge l'abbassamento all'1% del saggio ufficiale di sconto. Di conseguenza, fra febbraio inoltrato e metà maggio il tasso di cambio del franco è diminuito dell'11 % rispetto al dollaro e del 5,5 % rispetto al marco tedesco.

**Tassi di cambio effettivi post-smithsoniani.\***  
 Quotazioni di fine settimana. (21 dicembre 1971 = 100).



Fonte: Banca d'Inghilterra.

\* Nel marzo 1977 la base di calcolo 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.

Durante il periodo di perturbazioni valutarie iniziato verso la fine di maggio, il franco ha di nuovo aumentato il proprio valore non solo rispetto al dollaro, ma anche nei confronti di altre monete europee. All'inizio il suo ritmo di apprezzamento era inferiore allo yen, ma in luglio esso si è accelerato sino a sopravanzare la moneta giapponese. Uno dei fattori della forte domanda di franchi è stato paradossalmente il rapido tasso di espansione monetaria della Svizzera – superiore di oltre tre volte all'obiettivo ufficiale del 5% fissato per l'anno – che ha sollevato dubbi sull'effettiva volontà delle autorità svizzere di continuare ad intervenire su vasta scala nel mercato dei cambi. In realtà, nel terzo trimestre del 1978 esse hanno assorbito circa \$2,3 miliardi; ciononostante, a settembre inoltrato il tasso di cambio con il dollaro era di FS 1,459 e quello con il marco tedesco di FS 0,757. Nello spazio di un anno il franco si era pertanto apprezzato del 62 e del 34,5% rispetto a queste due monete e di non meno del 38,5% su base ponderata.

Il 1º ottobre la Banca Nazionale Svizzera ha annunciato l'intenzione di mantenere decisamente al di sopra del livello di FS 0,80 il tasso di cambio con il marco tedesco. Nello stesso tempo venivano leggermente allentati i controlli sulle importazioni di capitali. Durante i primi tre giorni lavorativi di ottobre la Banca Nazionale

ha venduto franchi sul mercato per l'equivalente di circa \$2 miliardi, riconducendo i tassi di cambio con il dollaro e con il marco rispettivamente a circa FS 1,60 ed a FS 0,82. Nel corso del mese, il franco si è di nuovo apprezzato fortemente rispetto al dollaro, portandosi a meno di FS 1,50, ma ha continuato a perdere terreno rispetto alla maggior parte delle monete europee e allo yen, cosicché verso la fine di ottobre il tasso di cambio effettivo era inferiore di quasi il 4% alla punta di settembre.

Nella prima settimana di novembre il franco è sceso di circa il 9,5% rispetto al dollaro. In seguito, sebbene vi siano state occasionali ondate di acquisti di franchi, esse sono state neutralizzate da decisi interventi delle autorità svizzere e statunitensi. Alla fine dell'anno il tasso di cambio con il dollaro era di FS 1,62 e quello con il marco tedesco di FS 0,889. Il fermo proposito della Banca Nazionale Svizzera di dare priorità strategica alla stabilità dei tassi di cambio ha trovato ulteriore conferma nel gennaio 1979, allorché è stato deciso di non fissare un obiettivo di espansione monetaria per l'anno in corso. Una volta cambiato l'atteggiamento di fondo del mercato, il differenziale di dieci punti percentuali fra il tasso di interesse sul dollaro e quello sul franco svizzero ha cominciato a provocare deflussi di fondi sempre più ampi. Nel corso di marzo e agli inizi di aprile la Banca Nazionale ha venduto sul mercato \$3,4 miliardi e a metà maggio il cambio del franco era di FS 1,7425 per un dollaro, con una flessione del 16,25% rispetto alla sua punta massima del settembre 1978. Nei confronti del marco tedesco, il cambio a pronti era di FS 0,905 con un calo del 16,5% rispetto al livello massimo toccato nel 1978. In termini di tasso di cambio effettivo, la flessione è stata del 10,75%; a tale epoca il franco non superava così di molto il livello del maggio 1978, ove si tenga conto del basso tasso di inflazione della Svizzera.

Nel caso dello *yen* l'inversione di tendenza del tasso di cambio a partire dagli ultimi mesi del 1978 è stata ancor più pronunciata. Dopo aver registrato nel 1977 un apprezzamento ponderato del 20%, lo yen è ulteriormente salito dell'8,75% nei primi tre mesi e mezzo del 1978, nonostante interventi effettuati in marzo sul mercato per \$5 miliardi da parte delle autorità giapponesi ed una serie di provvedimenti volti ad arginare gli afflussi di capitali. Dopo una reazione temporanea, lo yen è stata la prima moneta a risentire della generale debolezza del dollaro iniziata verso la fine di maggio, e per gran parte dei mesi di giugno e luglio esso si è apprezzato in misura superiore a tutte le altre monete. Alla fine di ottobre il tasso di cambio con il dollaro sul mercato di Tokio era sceso a yen 176,05, cioè a meno della metà della parità esistente durante il sistema di Bretton Woods. Dalla fine di maggio lo yen si era apprezzato di circa il 30% rispetto al dollaro e del 20% su base ponderata.

In novembre, nel quadro del nuovo indirizzo di politica economica, le autorità degli Stati Uniti sono intervenute per la prima volta autonomamente sul mercato dello yen, in coordinazione con ingenti acquisti di dollari da parte della Banca del Giappone, tradottisi in un aumento di \$2,4 miliardi delle riserve valutarie del Giappone nei mesi di novembre e dicembre. Alla fine dell'anno lo yen era sceso di circa il 10% rispetto al precedente massimo nei confronti del dollaro, mentre il tasso di cambio effettivo si era ridotto del 7%. Nel gennaio 1979, come nel caso del franco svizzero, i precedenti afflussi di fondi hanno cominciato a invertire il loro corso. In febbraio è stata completamente abolita la riserva obbligatoria del 100% sugli incrementi dei depositi liberi in yen di non residenti, insieme alle restrizioni all'acquisto di titoli giapponesi da parte di non residenti. Con la bilancia dei pagamenti



di base fortemente deficitaria e con l'intensificarsi dello smobilizzo di precedenti investimenti speculativi in Giappone, le ulteriori massicce vendite di dollari da parte della Banca del Giappone (le cui riserve sono diminuite di circa \$7 miliardi in marzo e aprile) non hanno potuto impedire che all'inizio di maggio il tasso di cambio con il dollaro raggiungesse quasi yen 225. A questo punto la moneta giapponese era scesa di circa il 21,5 % rispetto alla punta massima registrata a fine ottobre, con una flessione molto più ampia di quella subita dalla maggior parte delle monete europee. Su base ponderata, la flessione dal mese di ottobre è stata di circa il 17,75 %. Tuttavia, verso la metà di maggio il cambio con il dollaro era migliorato, passando a yen 217.

Fra le monete tradizionalmente forti, i movimenti del *marco tedesco* durante il periodo in esame sono stati molto più contenuti — sia rispetto al dollaro sia su base ponderata — di quelli del franco svizzero e dello yen. Agli inizi del marzo 1978, il marco tedesco risultava apprezzato del 5,75 %, raggiungendo la punta di DM 1,99 per un dollaro, e del 2,25 % su base ponderata. A fine maggio, tuttavia, il marco era ricaduto leggermente al di sotto dei livelli di fine 1977. Le autorità tedesche hanno allora abolito, con effetto dal 1° giugno, l'obbligo di riserva dell'80 %, sugli incrementi dei depositi bancari dei non residenti, in vigore dal 1° gennaio 1978.

Durante la successiva crisi valutaria, l'apprezzamento del marco tedesco si è mantenuto per tutto il mese di giugno notevolmente al di sotto di quello dello yen e del franco svizzero. In luglio l'annuncio, in occasione del vertice di Brema, di voler creare una zona di stabilità valutaria per l'intera Comunità europea, ha contribuito a smistare verso il franco francese, la sterlina e la lira — le tre principali monete della Comunità non partecipanti al "serpente" — parte dei fondi in cerca d'impieghi alternativi al dollaro, cosicché il marco tedesco ha perso terreno anche nei confronti di queste monete. Di conseguenza, a metà agosto esso era salito del 10,5 % rispetto al livello di fine maggio nei confronti del dollaro, deprezzandosi però rispettivamente del 12,5, dell'11,75 e dell'1 %, nei confronti del franco svizzero, dello yen e del franco francese. Su base ponderata il marco aveva guadagnato solo lo 0,75 %.

Subito dopo l'annuncio del 1° novembre 1978, il cambio con il dollaro è risalito, passando da DM 1,7275 a 1,90. In seguito, le autorità tedesche e statunitensi sono intervenute in modo massiccio ogni qual volta è aumentata la domanda di marchi tedeschi; le vendite ufficiali americane di marchi nei mesi di novembre e dicembre 1978 sono ammontate ad un equivalente di \$5,7 miliardi. Sebbene alla fine del 1978 il dollaro si sia leggermente deprezzato, scendendo a circa DM 1,83, in gennaio i fondi affluiti in precedenza hanno cominciato gradualmente a muoversi in senso inverso, cosicché a metà maggio il tasso di cambio con il dollaro era salito a circa DM 1,9225. Su base ponderata, il marco risultava del 2,5 % al di sotto del massimo di fine ottobre 1978.

Nel periodo in esame il tasso di cambio ponderato del *franco francese* ha oscillato entro una fascia del 9 %, registrando a volte bruschi movimenti, di riflesso alle alterne sorti del dollaro o agli sviluppi politici ed economici interni. La prima di queste fluttuazioni ha avuto luogo durante la prima settimana del febbraio 1978, allorché, nell'imminenza delle elezioni parlamentari di marzo, il franco si è deprezzato di oltre il 4 % rispetto al dollaro e al marco tedesco, e del 3,5 % su base ponderata. Il corso della moneta francese è stato allora stabilizzato mediante interventi ufficiali su vasta scala — sia in marchi tedeschi sia in dollari — ed una stretta del mercato monetario. Dopo la vittoria elettorale della coalizione governativa, il franco si è ripreso

nettamente e a metà aprile esso superava il livello di fine 1977 sia rispetto al dollaro, sia su base ponderata, del 3,5 e dell'1% rispettivamente.

Allorché, verso la metà dell'anno, è ripresa l'offerta di dollari sui mercati europei, l'apprezzamento del franco rispetto alla moneta americana è rimasto inferiore a quello dello yen e del franco svizzero, e il tasso di cambio effettivo si è mantenuto praticamente invariato per buona parte di giugno; verso la fine del mese, l'azione promotrice della Francia nel Sistema monetario europeo ha tuttavia provocato una forte domanda di franchi; la moneta francese ha iniziato ad apprezzarsi non solo rispetto al dollaro, ma anche, in certa misura, nei confronti del marco tedesco. Fra fine maggio e metà agosto il franco è salito rispettivamente del 10,75 e dell'1% nei confronti di queste due monete. Da settembre in poi, tuttavia, l'apprezzamento del franco rispetto al dollaro è di nuovo stato inferiore a quello del marco tedesco, cosicché alla fine di ottobre il miglioramento del tasso di cambio effettivo da fine maggio non superava il 2,5%.

I provvedimenti di novembre hanno fatto risalire, in due giorni, la quotazione del franco rispetto al dollaro da FF 4,02 a circa FF 4,30. Dal gennaio 1979 il tasso di cambio effettivo del franco è rimasto molto stabile. A metà maggio il cambio con il dollaro era di circa FF 4,44 e il tasso ponderato si trovava di circa il 3% al di sotto del massimo dell'ottobre 1978.

Dopo aver registrato un apprezzamento del 6,75% su base ponderata nel 1977, la *sterlina* si è apprezzata ancora nel complesso del 2,5% nel periodo che va fino a metà maggio di quest'anno. Nei primi mesi del 1978 essa era stata oggetto di pressioni al ribasso; in effetti, nel marzo 1978, durante la fase di rafforzamento del dollaro rispetto alle monete europee, il tasso di cambio ponderato della *sterlina* è sceso del 5,25%. Successivamente esso si è stabilizzato attorno a questo livello, grazie soprattutto al concorso di energici interventi e di un aumento dei tassi del mercato monetario. La perdita autonoma di riserve valutarie nel secondo trimestre è ammontata a circa \$2,9 miliardi.

Quando, all'inizio dell'estate, il dollaro è entrato nella fase di crisi, la *sterlina* si è apprezzata in modo graduale ma continuo nei confronti di questa moneta, passando da circa \$1,81 a maggio inoltrato a quasi \$2,10 nel tardo ottobre, con un aumento del 16%. Tuttavia, poiché l'apprezzamento della *sterlina* era sensibilmente inferiore a quello del marco tedesco, del franco svizzero e dello yen, l'aumento in termini di tasso di cambio effettivo è stato inferiore al 3%. Parimenti, la reazione della *sterlina* alla serie di provvedimenti del 10 novembre è stata molto meno pronunciata di quella delle monete dei paesi eccedentari. La *sterlina* è scesa a circa \$1,93 all'inizio di dicembre, con una flessione del 7,75% rispetto alla punta massima di ottobre; la perdita di valore in termini di tasso di cambio effettivo, tuttavia, non ha mai superato l'1,5%.

Verso la fine del 1978 la situazione iraniana e i conseguenti aumenti del prezzo del petrolio hanno causato una prevalenza della domanda di sterline, poiché il Regno Unito era considerato, fra i principali paesi industriali, il meno vulnerabile da questi sviluppi. Da metà aprile 1979 il tasso di cambio effettivo è aumentato del 5,5% rispetto all'inizio dell'anno, mentre sul mercato del dollaro la *sterlina* era quotata a \$2,10. Successivamente la *sterlina* si è deprezzata dell'1% su base ponderata, e a metà maggio il suo tasso di cambio era di circa \$2,05.

Nel periodo in esame la *lira*, con un deprezzamento di circa il 3,5 % su base ponderata, è stata, fra le principali monete, una delle più stabili. I fattori fondamentali di questa stabilità sono stati l'andamento assai positivo della bilancia dei pagamenti di parte corrente e la riduzione del tasso di inflazione. I saltuari forti afflussi di fondi sono stati assorbiti dalla Banca d'Italia e hanno consentito, unitamente all'eccedenza delle partite correnti, di migliorare di \$ 7 miliardi la posizione monetaria netta ufficiale dell'Italia nel 1978. Pertanto, nell'estate del 1978 l'apprezzamento della lira rispetto al dollaro era notevolmente inferiore a quello delle altre principali monete. Fra la seconda metà di maggio e la fine di ottobre la lira si è apprezzata del 10,75 % rispetto a quella moneta, ma ha perso circa il 3 % su base ponderata.

Dal novembre 1978 il tasso di cambio effettivo si è mantenuto notevolmente stabile, muovendosi entro un intervallo dell'1,25 %. Tuttavia il tasso di cambio con il dollaro, che fra maggio e ottobre era caduto da lire 873 a 788, ha oscillato fra lire 827 e 853 negli ultimi due mesi del 1978. In seguito all'introduzione del Sistema monetario europeo il 13 marzo 1979, gli elevati tassi di interesse praticati in Italia hanno cominciato ad attrarre fondi verso la lira, che per gran parte del tempo è stata così la moneta più forte all'interno del sistema.

Dati l'ingente disavanzo della bilancia dei pagamenti di parte corrente, l'elevato tasso di inflazione ed i differenziali dei tassi di interesse meno favorevoli rispetto al mercato statunitense, il *dollaro canadese* è stata l'unica moneta dei paesi del Gruppo dei Dieci a deprezzarsi fortemente per gran parte del periodo in esame, sia rispetto al dollaro USA sia su base ponderata. Di conseguenza la politica economica si è mossa su due fronti al fine di ripristinare la stabilità dei cambi: le autorità sono intervenute in modo massiccio sui mercati dei cambi, cosicché, nonostante l'indebitamento ufficiale in valute per complessivi \$ USA 5,1 miliardi, nel 1978 le riserve sono diminuite leggermente; la politica monetaria è stata sempre più improntata al mantenimento di adeguati differenziali dei tassi di interesse rispetto agli Stati Uniti.

Dopo essere diminuito del 10 % su base ponderata nel corso del 1977, il dollaro canadese ha perduto un ulteriore 6 % nei primi tre mesi e mezzo del 1978. La quotazione è così scesa a \$ USA 0,87, con una flessione del 5 % rispetto al livello di fine 1977. In seguito a due aumenti di mezzo punto del saggio ufficiale di sconto, a metà maggio il tasso di cambio si è rafforzato, passando a \$ USA 0,9025, con un aumento del 4,5 % su base ponderata. Tuttavia è subentrata ben presto una nuova fase di debolezza che si è protratta durante l'estate. Nonostante una perdita autonoma di riserve per \$ USA 2,2 miliardi nel terzo trimestre, agli inizi di ottobre la quotazione del dollaro canadese era scesa al di sotto di \$ USA 0,84, ossia al livello più basso da oltre quarant'anni, con un ulteriore deprezzamento del 10 % su base ponderata. A tale epoca la perdita complessiva di valore esterno del dollaro canadese dalla fine del 1976 era del 20,5 % su base ponderata e del 15,25 % rispetto al dollaro USA. In ottobre il saggio ufficiale di sconto è stato elevato al 10,25 %; dalla metà di questo mese il dollaro canadese si è stabilizzato consentendo una modesta ricostituzione delle riserve ufficiali.

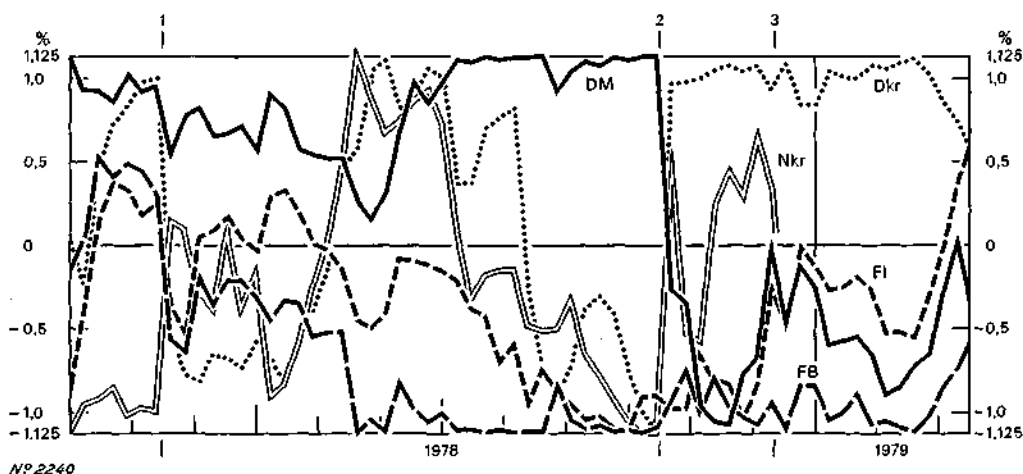
Dopo i provvedimenti presi dagli Stati Uniti nel novembre 1978, il saggio ufficiale di sconto canadese ha subito altri due aumenti, che lo hanno portato all'11,25 % all'inizio del gennaio 1979; inoltre, le autorità canadesi hanno ripreso gli interventi di mercato a sostegno della propria moneta. Quest'azione è riuscita a

mantenere alquanto stabile il tasso di cambio sia su base ponderata, sia rispetto al dollaro USA. Alla fine del febbraio 1979 il tasso di cambio effettivo del dollaro superava di circa lo 0,75 % il livello di metà ottobre 1978, sebbene rispetto al dollaro USA fosse di nuovo ridisceso al di sotto di \$USA 0,84 %, di riflesso alla ripresa della moneta statunitense. Successivamente, si è manifestato un ritorno di fiducia nel dollaro canadese: hanno infatti cominciato ad affluire nuovi fondi dall'estero e a metà maggio il tasso di cambio, portatosi a \$USA 0,865, segnava un ulteriore aumento del 4,5 % su base ponderata.

Dopo essere uscita dalla fluttuazione congiunta europea alla fine dell'agosto 1977, la *corona svedese* è stata, fra le principali monete, la più stabile in termini di tasso di cambio effettivo. Nel 1978 e nei primi quattro mesi del 1979 quest'ultimo si è mosso entro una fascia del 3,5 %, sebbene il tasso di cambio con il dollaro abbia oscillato fra Skr 4,725 e Skr 4,0825, rispecchiando le alterne vicende della moneta americana. La stabilità della corona è imputabile soprattutto al manifestarsi di un'eccedenza nella bilancia commerciale svedese e ad una forte riduzione nel tasso di inflazione. In effetti, la corona è stata pressoché immune dai forti movimenti di capitali speculativi dell'anno scorso. La Banca di Svezia ha ridotto di un punto e mezzo il saggio ufficiale di sconto in tre riprese, portandolo al 6,5 % verso la fine di luglio e ha aumentato le proprie riserve nette di \$0,7 miliardi. A metà maggio 1979 la corona si era apprezzata, rispetto alla fine del 1977, del 2,5 % su base ponderata e del 6,25 % rispetto al dollaro USA.

Nell'ambito della *fluttuazione congiunta europea* vi sono stati, nel periodo in esame, due riallineamenti dei tassi di cambio ed il ritiro della Norvegia dal "serpente" prima dell'istituzione del nuovo Sistema monetario europeo il 13 marzo 1979. Sebbene, come nel 1977, i riallineamenti all'interno del "serpente" siano attribuibili fondamentalmente ai divergenti andamenti delle economie dei paesi membri, essi sono anche stati legati alla flessione del dollaro, che ha influenzato con varia intensità le monete dei paesi partecipanti.

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



<sup>1</sup> Aggiustamenti dei tassi centrali del 13 febbraio 1978. <sup>2</sup> Aggiustamenti dei tassi centrali del 16 ottobre 1978.  
<sup>3</sup> La corona norvegese si è ritirata dal «serpente» il 12 dicembre 1978.

Il primo riallineamento del periodo in esame è avvenuto nel febbraio 1978, quando la corona norvegese non ha tenuto il passo con l'apprezzamento delle altre monete del "serpente" rispetto al dollaro. A quell'epoca, inoltre, la posizione competitiva della Norvegia rispetto alla Svezia era nettamente peggiorata dopo il ritiro di quest'ultima dal "serpente" nell'agosto 1977. La Banca di Norvegia ha effettuato interventi di modesta entità entro la fascia del 2,25 %, il 13 febbraio, ma ancor prima di aver toccato il limite di oscillazione consentito, la corona veniva svalutata dell'8 % rispetto a tutte le altre monete partecipanti alla fluttuazione.

Dal luglio 1978 in poi la crisi del dollaro ha condotto a nuove tensioni entro la fluttuazione congiunta. Vi sono stati afflussi di fondi verso il marco tedesco che provenivano dallo smobilizzo di posizioni non solo in dollari, ma anche in altre monete del "serpente", nell'aspettativa di un nuovo riallineamento delle monete partecipanti prima dell'entrata in funzione del Sistema monetario europeo. Le banche centrali di tutti i paesi partecipanti hanno dovuto vendere marchi tedeschi sul mercato e l'aumento delle riserve tedesche derivatone fra la fine di giugno e la metà di ottobre è stato di oltre \$ 5 miliardi. Il 16 ottobre il marco tedesco è stato rivalutato del 2 % rispetto al franco belga e al fiorino olandese e del 4 % rispetto alla corona danese ed alla corona norvegese.

L'ultima modificazione è avvenuta quando, in seguito alla decisione della Svezia di non partecipare al Sistema monetario europeo, le autorità norvegesi hanno annunciato di non essere pronte a prendere una decisione circa la partecipazione del proprio paese. Con effetto dal 12 dicembre, la corona è uscita dal "serpente" ed è stata ancorata ad un "paniere" comprendente le monete dei principali *partners* commerciali della Norvegia.

Il 13 marzo 1979 il "serpente" è stato integrato nel nuovo Sistema monetario europeo.

### **Il Sistema monetario europeo.**

Il 5 dicembre 1978 il Consiglio Europeo ha ufficialmente deciso l'istituzione del Sistema monetario europeo (SME). L'obiettivo principale del nuovo sistema è quello di realizzare una più stretta cooperazione che conduca ad una zona di stabilità monetaria in Europa. Lo SME è divenuto operante il 13 marzo 1979 ed ha sostituito da quella data l'accordo europeo di fluttuazione congiunta (il cosiddetto "serpente") istituito nel 1972. L'impulso politico decisivo affinché fosse intrapreso un nuovo tentativo di stabilizzare i tassi di cambio intracomunitari è derivato da un'iniziativa franco-tedesca, avallata nella seduta del Consiglio Europeo svoltasi a Copenaghen nell'aprile 1978, sulla cui collocazione temporale avevano influito la crescente debolezza del dollaro nonché gli effetti destabilizzanti che ciò esercitava sui tassi di cambio delle monete comunitarie.

I principi funzionali dell'istituendo sistema venivano definiti in un allegato al comunicato di Brema emesso dal Consiglio il 7 luglio 1978. Esso prospettava l'istituzione di un duraturo ed efficiente sistema di tassi di cambio comprendente tutte le monete della Comunità. Nell'ambito del sistema l'Unità monetaria europea (ECU), ovvero un aggregato di monete comunitarie identico all'Unità di conto europea, avrebbe dovuto svolgere un ruolo primario di parametro di riferimento

per i tassi centrali e di comune denominatore per le posizioni creditorie e debitorie originate dagli interventi ufficiali nelle monete comunitarie. Era inoltre prevista la creazione di attività in ECU a fronte di apporti in dollari e in oro tratti dalle riserve monetarie dei paesi partecipanti e, in un secondo tempo, anche in contropartita di moneta nazionale. Le attività in ECU sarebbero state utilizzate come mezzo di regolamento tra le banche centrali comunitarie. L'istituzione centrale del sistema doveva essere il Fondo monetario europeo (FME), che dopo un periodo transitorio di due anni sarebbe subentrato al Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM).

Nel corso dei successivi negoziati sono emersi sostanzialmente due problemi, entrambi connessi con il grado di "disciplina" da impartire al sistema e con la ripartizione degli obblighi relativi fra i paesi eccedentari ed i paesi in deficit. Il primo problema riguardava la scelta del meccanismo di intervento sui mercati dei cambi. Secondo un punto di vista, la fissazione di limiti di intervento su entrambi i lati dei tassi centrali in termini di ECU avrebbe comportato una più equa distribuzione degli obblighi di intervento tra monete forti e deboli; i paesi a moneta tradizionalmente forte temevano per contro che un simile sistema avrebbe imposto loro un onere eccessivamente pesante e davano quindi la preferenza ad un sistema, analogo a quello impiegato nel "serpente", con limiti di intervento fissati in rapporto ai tassi centrali bilaterali. Il secondo problema concerneva le dimensioni delle accresciute linee di credito comunitarie collegate al nuovo sistema, e la loro ripartizione tra credito condizionato a medio termine, caldeggiato dai paesi a moneta forte, e credito a breve termine non condizionato, preferito dagli altri paesi. L'accordo raggiunto su queste questioni rappresenta sostanzialmente un compromesso tra i due diversi approcci concettuali: il metodo del "serpente" è stato adottato per definire gli obblighi di intervento, mentre gli scarti delle monete dai loro tassi centrali definiti in ECU dovevano essere assunti ad indicatori di "divergenza" comportanti una presunzione di azione da parte delle autorità del paese in causa; per quanto riguarda il problema degli schemi di finanziamento, sono state soprattutto ampliate le linee di credito non condizionate, prolungandone inoltre la durata.

Le principali caratteristiche del sistema nella fase transitoria.

Le principali caratteristiche del sistema nell'attuale fase operativa di transizione, che precede l'istituzione del progettato Fondo monetario europeo, vengono illustrate nelle tre sezioni seguenti, in cui si esaminano in particolare: il meccanismo dei tassi di cambio; le linee di credito e la creazione di attività di riserva in ECU; il finanziamento e il regolamento delle posizioni debitorie e creditorie derivanti dagli interventi ufficiali nelle monete dei paesi partecipanti.

a) Il meccanismo dei tassi di cambio.

Il meccanismo dei tassi di cambio definisce i tassi centrali delle singole monete partecipanti, i rispettivi limiti di intervento e le procedure a questo connesse. Ciascun paese partecipante si impegna a comunicare il tasso centrale della propria moneta in termini di ECU. Quest'ultima è definita come "paniere" composto dalle nove monete comunitarie in quantità prefissate. Tali quantità, riportate nella tabella seguente, sono state determinate per ciascun paese in ragione della rispettiva quota nel commercio intracomunitario, del prodotto nazionale lordo e del contributo al meccanismo di sostegno monetario a breve termine della Comunità.

## Composizione dell'ECU.

Moneta	Quantità di monete nazionali nel paniere	Quota iniziale di partecipazione nel paniere, in percentuale <sup>1</sup>	Quota di partecipazione nel paniere al 13 marzo 1979, in percentuale	Valore dell'ECU al 13 marzo 1979, espresso nelle varie monete <sup>2</sup>
Marco tedesco . . . . .	0,828	27,3	33,0	2,51064
Franco francese . . . . .	1,15	19,5	19,8	5,79831
Lira sterlina . . . . .	0,0885	17,5	13,3	0,663247
Lira italiana . . . . .	109,0	14,0	9,5	1148,15
Fiorino olandese . . . . .	0,286	9,0	10,5	2,72077
Franco belga/ Franco lussemburghese . .	3,80	8,2	9,6	39,4582
Corona danese . . . . .	0,217	3,0	3,1	7,08592
Sterlina irlandese . . . . .	0,00759	1,5	1,2	0,662638

<sup>1</sup> Al 28 giugno 1974. <sup>2</sup> Tassi centrali delle monete partecipanti al meccanismo dei tassi di cambio; il valore dell'ECU espresso in lire sterline è derivato aritmeticamente dai tassi centrali delle altre monete.

In quanto riflette una media ponderata dei tassi di cambio di mercato delle monete comunitarie, il valore dell'ECU espresso nelle singole monete comunitarie si modifica con il variare dei rapporti di cambio intracomunitari. Tali variazioni influiscono anche sulla ponderazione delle singole monete nel "paniere", e in effetti l'originaria struttura delle ponderazioni è notevolmente cambiata negli ultimi cinque anni. La ponderazione delle monete nel "paniere" verrà quindi riesaminata entro sei mesi dall'entrata in vigore del sistema e, successivamente, ad intervalli di cinque anni o, a richiesta, ogniqualvolta il "peso" di una moneta sia mutato del 25 %.

L'ECU non è il parametro di riferimento per i limiti di intervento obbligatorio. Questi ultimi sono fissati su entrambi i lati di ciascuna coppia di tassi centrali bilaterali, che si configurano come tassi indiretti derivati dai tassi centrali definiti in ECU. Il margine di fluttuazione su entrambi i lati dei tassi centrali bilaterali è limitato al 2,25 % per tutte le monete che partecipavano al "serpente" alla data in cui il sistema è divenuto operativo; gli altri paesi membri della Comunità potevano optare per margini ampliati fino al 6 % da entrambi i lati dei tassi centrali bilaterali. L'Italia si è avvalsa di questa possibilità.

In linea di principio, gli interventi sul mercato vengono effettuati nelle monete dei paesi che partecipano al meccanismo di intervento. Al raggiungimento dei limiti consentiti questi interventi sono obbligatori ed illimitati quanto all'importo. Gli interventi nelle monete partecipanti all'interno dei margini, nonché gli interventi in altre monete sono soggetti, in linea di principio, a preventiva consultazione tra tutte le banche centrali partecipanti.

In aggiunta ai limiti di intervento dianzi descritti, ai movimenti delle monete partecipanti si applica un sistema di "indicatori di divergenza". Una moneta raggiunge la propria "soglia di divergenza", allorché diverge dal proprio tasso centrale definito in ECU in misura pari al 75 % dello scostamento, sempre rispetto a questo tasso, che si avrebbe qualora essa si trovasse al proprio limite di intervento, superiore od inferiore, rispetto a tutte le altre monete comunitarie simultaneamente. Quando una moneta risulta "divergente" vi è la presunzione che le autorità del

paese in questione prendano provvedimenti correttivi o, in caso contrario, forniscano adeguate giustificazioni. Va aggiunto che la presenza nel "paniere" ECU della lira e della sterlina – né l'una né l'altra tenute ad osservare i limiti di intervento del 2,25 % sul mercato dei cambi – complica il calcolo della "divergenza", rendendo necessario appurare se eventualmente questa sia causata, o per contro dissimulata, dai movimenti di queste due monete.

b) Le linee di credito e la creazione di ECU.

Per la fase transitoria sono state mantenute le linee di credito a breve e a medio termine esistenti in seno alla Comunità, ma il volume del credito effettivamente disponibile nell'ambito del sistema è stato aumentato a 25 miliardi di ECU, di cui 14 miliardi a breve e 11 miliardi a medio termine. I crediti a breve termine non sono soggetti a condizioni ed hanno, in linea di principio, una durata di tre mesi, con facoltà di duplice rinnovo a richiesta del debitore. I prelievi sulle linee di credito a medio termine, subordinati alla condizione di interventi di politica economica, possono avere una scadenza compresa tra i due e i cinque anni. A conclusione della fase transitoria, entrambi gli schemi di finanziamento verranno sostituiti dai crediti concessi dal Fondo monetario europeo.

In aggiunta a questi schemi di finanziamento, sono state create ECU per oltre 23 miliardi, in contropartita del trasferimento al FECOM, a titolo di *swap*, del 20% delle disponibilità in oro e del 20% delle riserve lorde in dollari detenute dalle banche centrali dei paesi partecipanti. Ai fini di queste operazioni di *swap*, rinnovate ogni tre mesi, il valore dell'oro è determinato in base alla media delle quotazioni, convertite in ECU, dei sei mesi precedenti o, se inferiore, in base alla quotazione in ECU del penultimo giorno lavorativo di questo periodo; e il valore del dollaro è pari al tasso di mercato in termini di ECU. I paesi membri continuano a gestire l'impiego dei dollari scambiati contro ECU. Il volume di attività ECU create attraverso queste operazioni di *swap* può risultare mutato all'epoca del loro rinnovo, in seguito a cambiamenti intervenuti sia nelle riserve in oro e in dollari dei paesi membri, sia nel valore in ECU dell'oro e del dollaro. L'ECU trova principalmente impiego nei regolamenti tra banche centrali comunitarie (vedasi la seguente sezione c) originati dagli interventi sul mercato. E' prevista inoltre la cessione di ECU tra banche centrali in cambio di altre attività di riserva, nonché la loro vendita al FECOM per ricostituire le riserve in dollari dei paesi membri. Sui saldi in ECU viene corrisposto o percepito un interesse – in entrambi i casi calcolato sulla base della media ponderata dei tassi ufficiali di sconto delle banche centrali partecipanti – solo nella misura in cui tali saldi risultino superiori o inferiori all'ammontare ricevuto da un paese membro nel quadro delle operazioni di *swap* con il FECOM.

c) Finanziamento e regolamento dei saldi di intervento.

I principi fondamentali che regolano il finanziamento e il regolamento dei saldi di intervento discendono in ampia misura, pur se con qualche modifica, da quelli applicati nel "serpente". Ciascuna banca centrale si impegna a rendere disponibile in ammontare illimitato la propria moneta allo scopo di effettuare interventi. Per il regolamento dei conseguenti saldi – che rientrano nell'ambito del cosiddetto sostegno a brevissimo termine – la scadenza è fissata all'ultimo giorno lavorativo che precede il sedicesimo giorno del secondo mese successivo a quello in cui è stato



effettuato l'intervento. Le partite relative alle operazioni di finanziamento vengono registrate e compensate contabilmente presso il FECOM e le relative posizioni creditorie e debitorie sono denominate in ECU.

Qualora un paese non regoli il proprio debito verso il FECOM alla data indicata nel precedente paragrafo, si applicano le stesse disposizioni già in vigore nell'accordo del "serpente": a richiesta della banca centrale debitrice, il credito può essere rinnovato automaticamente una sola volta per un periodo massimo di tre mesi, purché l'ammontare del credito rinnovabile non superi la quota-parte debitrice del paese in questione nell'ambito del sostegno monetario a breve termine, e che non risulti un indebitamento ininterrotto a questo titolo per più di sei mesi consecutivi. Un credito rinnovato automaticamente può essere oggetto di un secondo rinnovo della durata di tre mesi, con l'assenso del creditore, ed ogni credito eccedente la quota-parte debitrice in base all'accordo di sostegno a breve termine può essere prorogato, con l'assenso del creditore, una sola volta per un periodo di tre mesi.

Il regolamento dei saldi di intervento deve essere effettuato, per quanto possibile, nella moneta del paese creditore. Tuttavia, poiché le disponibilità delle banche centrali partecipanti in valute comunitarie sono limitate a specifici importi di saldi operativi, il rimborso nella forma indicata sarà possibile solo nella misura in cui un capovolgimento di situazione sul mercato dei cambi consenta alla banca centrale debitrice di acquistare sul mercato la moneta del paese creditore. I debiti non rimborsati nella valuta del paese creditore possono essere in tutto o in parte saldati attraverso la cessione di attività ECU, anche se nessun creditore è obbligato ad accettare questa forma di regolamento per un ammontare superiore al 50% dei suoi crediti. I rimanenti saldi devono essere regolati attraverso la cessione di altre attività di riserva (escluso l'oro) in proporzione alle componenti delle riserve della banca centrale debitrice. A tale scopo le riserve sono suddivise in attività denominate in DSP e in valuta. Nell'ambito di queste due categorie, la banca debitrice ha la facoltà di scegliere il tipo di attività di riserva con cui effettuare il rimborso; nel regolamento dei saldi l'oro può essere impiegato ad un prezzo concordato tra debitore e creditore.

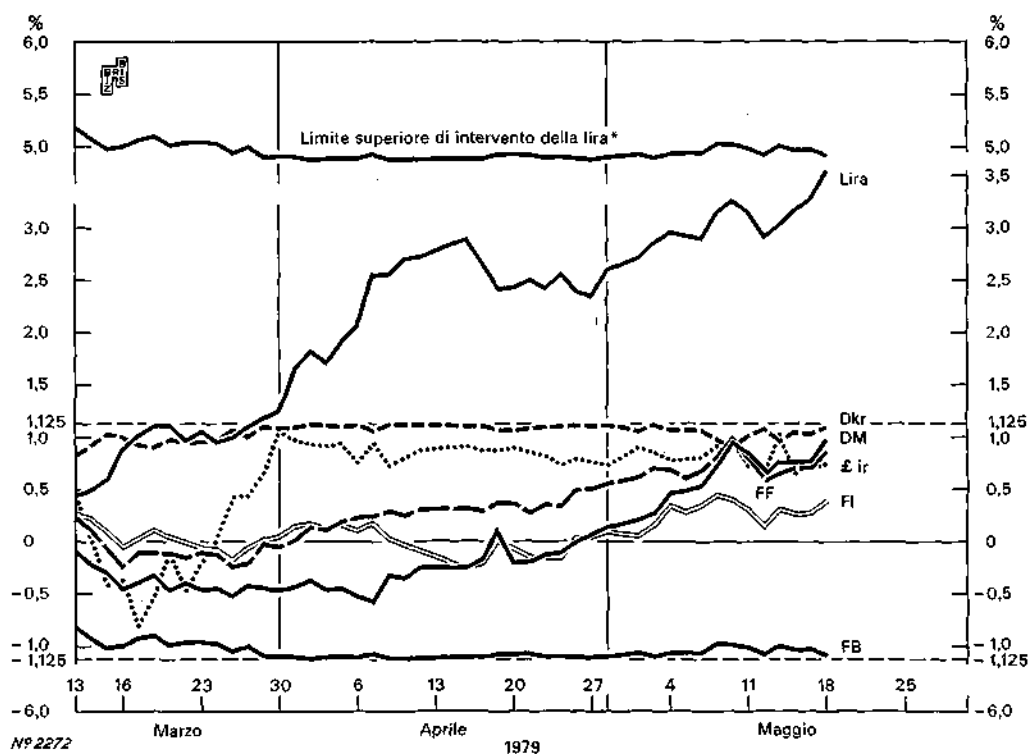
#### I primi mesi di funzionamento del sistema.

Lo SME è entrato in funzione il 13 marzo 1979. Le monete partecipanti al meccanismo dei tassi di cambio fluttuano entro margini del 2,25%, su entrambi i lati dei tassi centrali bilaterali, con l'eccezione della lira per la quale il margine di oscillazione è del 6%. La sterlina, per contro, continua a fluttuare in modo indipendente. Il grafico seguente riporta i movimenti delle monete partecipanti dalla metà di marzo.

I primi due mesi di funzionamento del nuovo sistema sono stati praticamente esenti da tensioni sui mercati dei cambi, sia tra le monete partecipanti sia rispetto al dollaro. Le monete più forti sono state la lira, la corona danese e la sterlina irlandese, di riflesso all'elevato livello dei tassi di interesse interni dei rispettivi paesi. Il franco belga è stato costantemente la moneta più debole e sono stati necessari alcuni interventi ai margini bilaterali di questa moneta rispetto alle altre valute partecipanti. Il 3 maggio il franco belga ha toccato il suo "indicatore di divergenza" e a questo punto la Banca Nazionale del Belgio ha deciso di aumentare il tasso ufficiale di sconto dal 6 al 7%.

### Tassi di cambio a pronti nello SME.

Posizioni giornaliere, in percentuale, delle monete partecipanti in rapporto ai loro punti di intervento.



\* La posizione della lira è espressa in termini di scarto percentuale dalla moneta più debole nell'ambito della fascia del 2,25%; la posizione massima consentita è indicata dalla linea superiore nel grafico.

### Il maggiore impegno dei principali paesi per la stabilità dei tassi di cambio.

Come appare evidente dalle reazioni ufficiali alla crisi valutaria dello scorso anno, esiste ora un'esplicita intenzione da parte dei principali paesi di adoperarsi per mantenere una maggiore stabilità sui mercati valutari. Il più importante cambiamento di indirizzo a questo riguardo è stato certamente il cambiamento da parte delle autorità degli Stati Uniti, in collaborazione con quelle tedesche, giapponesi e svizzere, della concezione cui avevano improntato la loro condotta dopo il marzo 1973 e che consisteva nel fare affidamento sulle forze di mercato per conseguire un tasso di cambio d'equilibrio del dollaro. Gli Stati Uniti si sono ora associati agli altri maggiori paesi nel riconoscere che i mercati, lasciati in balia di se stessi, possono produrre movimenti eccessivi dei tassi di cambio, con effetti nocivi sulle economie interne; ed hanno avvalorato questo riconoscimento con l'adozione di una politica di intervento sui mercati dei cambi mirante a correggere questi movimenti eccessivi piuttosto che limitarsi a fronteggiare condizioni di scompiglio sui mercati valutari. Essi hanno inoltre finanziato tali interventi non solo attraverso l'utilizzo di più ampie linee di credito reciproco a breve termine, ma anche — analogamente agli altri paesi con disavanzi nei conti con l'estero — attraverso il ricorso a prestiti in valuta dall'estero a più lungo termine. Inoltre, con il rialzo dell'1%, il 1° novembre, del saggio ufficiale di sconto, le autorità degli Stati Uniti hanno anche manifestato di riconoscere in maggior grado l'esistenza di vincoli esterni alle loro politiche interne.

Oltre a questo cambiamento di indirizzo nella politica economica attuato dagli Stati Uniti, i paesi membri della Comunità europea hanno posto in essere nuovi accordi miranti a rafforzare la stabilità dei tassi di cambio nell'area della Comunità e le autorità svizzere hanno annunciato la loro intenzione di mantenere il cambio con il marco tedesco ben al di sopra del livello di FS 0,80. Alla base di queste decisioni vi è il comune convincimento, sia dei paesi a moneta costantemente forte, come la Germania e la Svizzera, sia della Francia e dell'Italia, che si erano precedentemente ritirate dall'accordo europeo di fluttuazione congiunta nei confronti del dollaro, che la maggiore stabilità dei rispettivi tassi di cambio è una premessa indispensabile per far fronte ai problemi economici interni.

Il cambiamento negli atteggiamenti ufficiali e nelle politiche si è dimostrato finora particolarmente fruttuoso. La caduta del dollaro è stata subitaneamente arrestata, e in seguito si è avuta anche una significativa inversione di tendenza; le autorità della Germania, del Giappone e della Svizzera hanno trovato una conferma della validità delle loro politiche di intervento dello scorso anno nel successivo deflusso di fondi dovuto alla liquidazione di impieghi nelle rispettive monete, e nella concomitante flessione dei tassi di cambio rispetto alle punte massime raggiunte verso la fine del 1978; ed infine il nuovo meccanismo dei tassi di cambio europeo ha funzionato dalla metà di marzo senza che siano emerse rilevanti tensioni.

Va tuttavia precisato che verso la fine dello scorso anno la situazione era particolarmente favorevole al buon esito di queste iniziative, se si considerano le ingenti posizioni allo scoperto in vendita e in acquisto, rispettivamente di dollari e di altre monete, gli ampi differenziali nei tassi di interesse a favore del dollaro e gli evidenti sintomi di una riduzione degli squilibri nei pagamenti nell'ambito del mondo industrializzato. Il vero banco di prova delle nuove politiche si avrà quando le circostanze saranno meno propizie, e vi sono varie ragioni per ritenere che in futuro potrà non essere tanto facile mantenere più stabili condizioni valutarie. Dopo le reiterate crisi dei mercati dei cambi nell'ultimo quinquennio, saranno comunque necessari un certo tempo ed un costante impegno per ristabilire un clima di fiducia. E tale impegno dovrà essere assolto in un contesto internazionale in cui l'inflazione rappresenta ancora un problema primario ed in cui l'eccedenza di bilancia dei pagamenti dei paesi esportatori di petrolio è di nuovo in aumento. In conclusione, se il maggior rilievo dato alla stabilità dei tassi di cambio segna un'importante cesura rispetto al passato, il problema del futuro sarà quello di mantenere la maggiore stabilità, nonostante la presenza di questi fattori potenzialmente destabilizzanti.

### **La produzione e il mercato dell'oro.**

Nel 1978 la produzione mondiale di oro (esclusa quella dell'URSS e degli altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) è ammontata a 968 tonnellate metriche, rimanendo praticamente immutata rispetto all'anno precedente. La maggiore produzione del Sud Africa e di alcuni paesi produttori minori del Sud-Est asiatico ha compensato un certo calo intervenuto altrove, ed in particolare in altri paesi africani e nel Nord America.

La produzione del Sud Africa è aumentata da 700 a 706 tonnellate. La quantità complessiva di minerale trattato, diminuita del 2,2% nel 1977, è salita del 4,9%, mentre il contenuto medio di oro, che era rimasto praticamente immutato nel 1977, nonostante l'aumento del prezzo dell'oro, si è ridotto del 4%. Al tempo stesso, i

costi medi di produzione dell'industria aurifera hanno continuato la loro ascesa, anche se l'aumento del 13,7% è stato il più basso dal 1972. I profitti medi hanno segnato un balzo in avanti del 65%, per lo più in seguito al forte incremento del prezzo di mercato, ma in parte anche per il nuovo accordo con la banca centrale sudafricana, introdotto nell'aprile 1978, relativamente agli acquisti di oro dalle industrie produttrici, che ha determinato una rapida espansione di carattere eccezionale dei proventi di queste.

Produzione mondiale di oro.

Paesi	1929	1940	1946	1953	1970	1975	1976	1977	1978
tonnellate metriche									
Sud Africa . . . . .	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	713,4	713,4	699,9	706,4
Canada . . . . .	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	51,4	52,6	53,9	51,8
Stati Uniti . . . . .	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	32,7	32,6	34,2	30,0
Papua-N.Guinea . . . . .	.	.	.	.	0,7	19,0	20,2	22,8	23,5
Australia . . . . .	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	16,4	15,7	19,4	19,9
Filippine . . . . .	5,1	34,9	—	14,9	18,7	15,6	15,6	17,4	18,3
Rodesia . . . . .	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	20,0	20,0	20,0	18,0
Ghana . . . . .	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	16,3	16,6	16,9	14,2
Colombia . . . . .	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	9,7	9,3	8,2	8,0
Brasile . . . . .	3,3	4,7	4,4	3,6	5,3	5,4	4,9	5,4	5,4
Giappone . . . . .	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	4,5	4,3	4,4	4,4
Zaire . . . . .	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	3,2	2,8	2,5	2,6
Totale . . . . .	511,9	947,9	598,8	680,8	1.230,9	907,6	908,0	905,0	902,5
Altri paesi . . . . .	58,6	217,1	67,7	73,4	36,6	48,8	60,4	63,8	65,1
Produzione mondiale stimata* . . . . .	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.267,5	956,4	968,4	968,8	967,6

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

Lo scorso anno l'offerta complessiva di nuovo oro sul mercato ha registrato un ulteriore considerevole incremento, passando da 1.615 a 1.745 tonnellate. Si stima che le vendite dei paesi socialisti siano ammontate a 450 tonnellate; il loro livello, come quello della produzione occidentale, è rimasto invariato rispetto al 1977. La flessione nelle disponibilità ufficiali di oro del mondo occidentale, pari a 260 tonnellate, è stata tuttavia molto maggiore di quella dell'anno precedente. Inoltre, se si tiene conto che il dato di fine 1978 comprende 65 tonnellate di oro trasferite lo scorso anno dal Ministero delle Finanze giapponese alla Banca del Giappone, precedentemente escluse dalle statistiche sulle riserve auree, si può stimare che nel 1978 le vendite nette al mercato di oro delle riserve ufficiali siano ammontate complessivamente a 325 tonnellate, raggiungendo il più alto quantitativo annuo dalla cessazione, nel marzo 1968, degli accordi sul *Pool* dell'oro.

Della riduzione complessiva delle riserve ufficiali auree, un ammontare di 184 tonnellate, pressoché identico a quello dell'anno precedente, va ascritto alle vendite del FMI al mercato. Il maggior volume di oro affluito al mercato dalle fonti ufficiali occidentali è pertanto attribuibile a vendite di riserve auree da parte di alcuni paesi. La più importante di queste vendite è stata effettuata dal Tesoro degli Stati Uniti (126 tonnellate) nell'ambito di un nuovo programma di aste iniziato nel maggio 1978. Il programma, inizialmente fissato in sei aste di 9,3 tonnellate, è stato successivamente ampliato, portando la quantità venduta a 23,3 tonnellate in

Fonti e usi dell'oro. Stime.

	1975	1976	1977	1978
	in tonnellate metriche			
Produzione . . . . .	955	970	970	970
Vendite da parte dei paesi socialisti (stime) . . . . .	150	350	450	450
Diminuzione nelle consistenze ufficiali del mondo occidentale (al netto) . . . . .	35	155 <sup>1</sup>	195 <sup>1</sup>	325 <sup>2</sup>
Totale (=assorbimento per usi non monetari; stime)	1.140	1.475	1.615	1.745

<sup>1</sup> Escluse le diminuzioni di 160 tonnellate nel 1976 e di 90 tonnellate nel 1977 nelle riserve auree del Sud Africa.

<sup>2</sup> Escluse le 65 tonnellate di oro trasferite dal Ministero delle Finanze giapponese alla Banca del Giappone e non comprese precedentemente nelle statistiche sulle riserve auree mondiali.

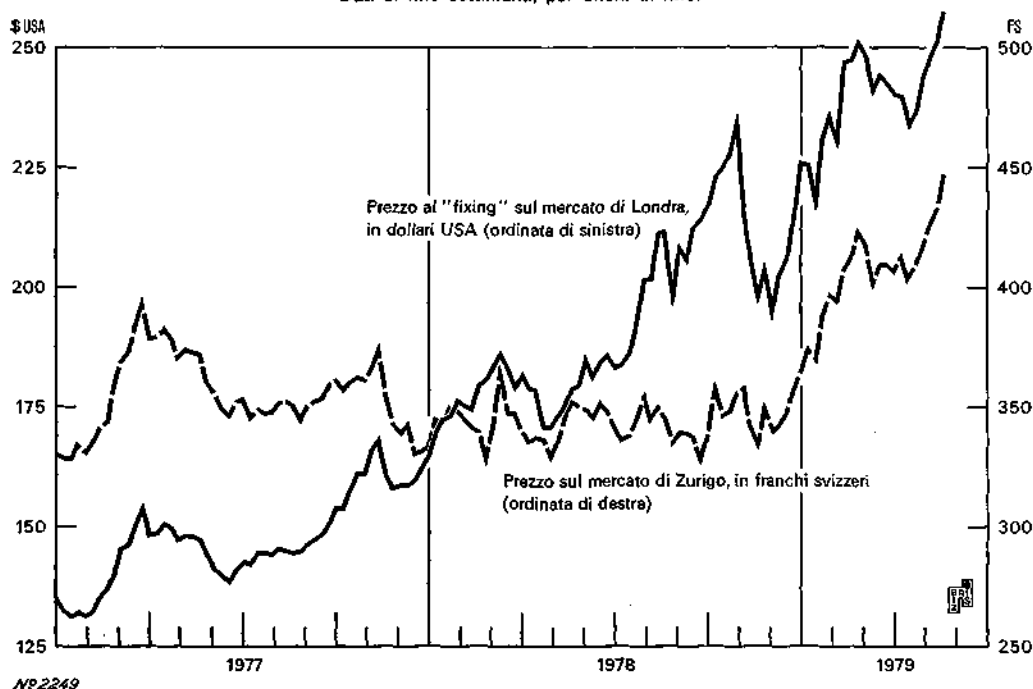
novembre e a 46,7 tonnellate mensili a partire da dicembre, nel quadro dei provvedimenti a sostegno del dollaro annunciati il 10 novembre. In seguito al rafforzamento del dollaro sui mercati dei cambi, le vendite mensili sono state ridotte nuovamente a 23,3 tonnellate a partire dal maggio 1979. Altre vendite ufficiali di oro sono state effettuate nel 1978 dal Portogallo (62 tonnellate) e dall'India (13 tonnellate). Per contro, alcuni paesi hanno proceduto lo scorso anno ad acquisti ufficiali di oro.

Il fatto che nel 1978 i mercati dell'oro siano stati in grado di assorbire una nuova offerta di oro che ha superato di 130 tonnellate quella dell'anno precedente, e ciò in presenza di prezzi in termini di dollari in rapida ascesa, offre un'indicazione della misura in cui la crisi valutaria dello scorso anno, incentrata sul calo di fiducia nel dollaro, abbia dilatato la domanda di oro per usi non monetari. Una larga parte di questa accresciuta domanda si è indirizzata verso le monete: nel 1978 la produzione di Krugerrands ha assorbito 192 tonnellate di oro, a fronte di 104 nell'anno precedente. Anche la vendita di lingotti per uso non monetario è aumentata lo scorso anno. Particolarmente forte è stata la domanda di oro proveniente da acquirenti in Europa, che ne hanno destinata una parte alla riesportazione nella forma di prodotti di oreficeria, nonché negli Stati Uniti e in Giappone, dove erano state abolite le restrizioni al commercio dell'oro da parte dei residenti.

Nell'andamento del prezzo di mercato dell'oro durante il periodo in esame si possono distinguere due principali fasi. Durante la prima, che comprende i primi dieci mesi del 1978, l'andamento delle quotazioni ha prevalentemente seguito le alterne vicende del dollaro, con una forte tendenza ascendente in termini di dollari, chiaramente collegata al crescente calo di fiducia in questa moneta a livello internazionale. Pertanto, durante questo periodo, il prezzo in dollari dell'oro sul mercato di Londra è aumentato del 48 %, mentre il prezzo in franchi svizzeri è rimasto quasi invariato. Durante la seconda fase, iniziata con l'adozione negli Stati Uniti dei provvedimenti del 10 novembre 1978, il prezzo dell'oro, dopo una breve ma forte reazione al precedente aumento, è considerevolmente salito in termini di tutte le principali monete, a causa degli eventi politici nel Medio ed Estremo Oriente, del rincaro del petrolio e dei rinnovati timori di inflazione. Alla fine di maggio le quotazioni in dollari superavano nettamente il livello di fine ottobre 1978, mentre in termini di franchi svizzeri il prezzo dell'oro era aumentato quasi del 30 %.

Durante i primi due mesi del 1978 la debolezza del dollaro aveva sospinto il prezzo dell'oro sul mercato di Londra da \$169 per oncia di fino all'inizio dell'anno

Prezzi di mercato dell'oro in barre, in dollari USA e in franchi svizzeri, 1977-79.  
Dati di fine settimana, per oncia di fino.



a \$190 l'8 marzo, la quotazione massima raggiunta dopo il dicembre 1974. Successivamente, un temporaneo rafforzamento del dollaro determinava una reazione nel prezzo di mercato dell'oro, che il 20 aprile, immediatamente dopo l'annuncio da parte del Tesoro degli Stati Uniti del programma di aste, era tornato al livello dell'inizio di gennaio. In maggio le quotazioni riprendevano a salire, anche per effetto della riduzione da 16,3 a 14,6 tonnellate dei quantitativi di oro messi mensilmente all'asta dal FMI, raggiungendo alla fine del mese \$185. Dopo un'ulteriore temporanea reazione, prima dei vertici di Brema e di Bonn, la tendenza ascendente riprendeva vigorosamente in luglio, allorché il dollaro era nuovamente oggetto di pesanti pressioni, e a metà agosto le quotazioni raggiungevano un nuovo massimo di quasi \$216.

A questo punto, ulteriori misure di sostegno del dollaro, compreso l'annuncio di maggiori vendite di oro da parte del Tesoro degli Stati Uniti, determinavano un calo del prezzo di mercato a \$198 prima della fine di agosto; ma già in settembre la domanda riprendeva a salire assai rapidamente. Mentre la crisi del dollaro raggiungeva l'apice, le contrattazioni sul mercato dell'oro diventavano sempre più febbrili, con balzi nelle quotazioni di diversi dollari al giorno, e il 31 ottobre veniva raggiunta una nuova punta massima di \$243,65.

I provvedimenti annunciati dal Governo degli Stati Uniti il 1° novembre, compreso un ulteriore aumento delle vendite di oro da parte del Tesoro, determinavano una brusca svolta nella tendenza ascendente dei prezzi dell'oro. Nello spazio di tre giorni lavorativi le quotazioni sul mercato di Londra scendevano a \$208, con una flessione di \$30. Ancora una volta, però, il calo doveva risultare di breve durata e agli inizi di dicembre i prezzi ricominciavano a salire, in termini non solo

di dollari ma di tutte le maggiori monete. Tra i fattori che hanno incrementato la domanda di oro vanno annoverati gli eventi in Cambogia e in Iran, nonché la decisione dei paesi OPEC a metà dicembre di aumentare progressivamente il prezzo del petrolio nel corso del 1979; in seguito a questa decisione, il prezzo di mercato dell'oro saliva in due giorni da \$205 a 220. Il movimento al rialzo è continuato nel 1979 e una ripresa della domanda a fini speculativi ha fatto salire il prezzo in dollari ad un nuovo massimo di \$254 l'8 febbraio. Questa quotazione rappresentava un aumento del 31% rispetto alla fine di novembre, mentre nello stesso periodo il prezzo in franchi svizzeri, come mostra il grafico, era aumentato di circa il 25%, raggiungendo il più alto livello dall'agosto 1975.

Le punte di febbraio non sono state durature e nella successiva reazione le quotazioni sono scese fino a raggiungere un livello leggermente inferiore a \$232 il 17 aprile. L'annuncio, il giorno successivo, della decisione del Tesoro degli Stati Uniti di dimezzare la quantità di oro messa mensilmente all'asta avviava un nuovo movimento ascendente, in un contesto caratterizzato da crescenti preoccupazioni circa la situazione petrolifera e l'inflazione mondiale. Il 14 maggio, l'annuncio che il FMI avrebbe ridotto il quantitativo delle vendite mensili di oro da 14,6 a 13,8 tonnellate spingeva il prezzo di mercato al di sopra della punta massima raggiunta in febbraio, e il 25 maggio la quotazione raggiungeva \$270 per oncia.

#### **Le riserve e la liquidità internazionale.**

Nel 1978 l'ampio disavanzo della bilancia delle partite correnti degli Stati Uniti, insieme ai cospicui disinvestimenti di disponibilità ufficiali e private in dollari, ha provocato un ulteriore massiccio incremento delle riserve globali. Il totale delle disponibilità ufficiali dichiarate (oro valutato a DSP 35 per oncia, valute estere, diritti speciali di prelievo e posizioni di riserva sul FMI), che era aumentato di \$60,5 miliardi nel 1977, è ulteriormente salito lo scorso anno di \$44,4 miliardi, raggiungendo un livello di quasi \$363 miliardi alla fine di dicembre. Durante la prima parte del 1979 sembra che il recupero di fiducia nel dollaro abbia portato ad un arresto nell'espansione delle riserve globali. Durante i primi quattro mesi dell'anno, il riflusso dei fondi speculativi precedentemente affluiti in Germania, Giappone e Svizzera ha comportato una flessione di oltre \$16 miliardi nelle riserve complessive di questi paesi, mentre il totale delle riserve dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera è sceso di poco più di \$8 miliardi durante lo stesso periodo.

La decelerazione nel ritmo di crescita delle riserve tra il 1977 e il 1978 va vista alla luce di due fattori che hanno significativamente influito, sebbene in senso opposto, sui totali relativi ai due anni, riportati nella tabella seguente. Da un lato, il rallentamento nel 1978 è stato amplificato da una rettifica nella base di computo delle riserve dell'Arabia Saudita che ha avuto l'effetto di escludere \$5,3 miliardi dalle riserve dichiarate di questo paese. Dall'altro, si stima che le variazioni di valutazione originate dal deprezzamento del dollaro USA abbiano gonfiato di circa \$10 miliardi, ovvero di quasi \$4 miliardi in più rispetto all'anno precedente, i dati sulle attività di riserva diverse dal dollaro relativi al 1978. Ove si escluda l'incidenza di questi due fattori, si può stimare che l'espansione delle riserve globali si sia contratta da \$54,2 miliardi nel 1977 a \$34,4 miliardi nel 1978 o, in termini percentuali, dal 21 al 13%. Va aggiunto che anche questi dati rettificati sottovalutano l'entità dell'aumento nelle disponibilità di riserve sia nel 1977 sia nel 1978, e al tempo stesso sopravvalutano il

contrasto tra i due anni, in quanto la componente in oro delle riserve è calcolata sulla base di un valore costante dell'oro in termini di DSP. Valutando le riserve auree ai prezzi di mercato – saliti fortemente in entrambi gli anni – l'incremento delle riserve globali in termini di dollari verrebbe maggiorato di \$29,1 miliardi per il 1977 e di non meno di \$59,8 miliardi per il 1978.

Ancora più significativo del mutamento nel ritmo di espansione delle riserve è stato lo spostamento nella distribuzione tra i principali gruppi di paesi riportati nella tabella. Il dato di maggior rilievo è forse il calo di \$15 miliardi nel totale delle riserve dei paesi esportatori di petrolio. Pur tenendo conto degli effetti della modifica nel computo delle riserve dell'Arabia Saudita, a cui si è fatto riferimento in precedenza, tale risultato contrasta fortemente con l'aumento di \$10,8 miliardi nelle riserve di questi paesi durante il 1977.

Variazioni nelle riserve globali, 1976-78.\*

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva sul FMI	DSP	Totale
milioni di dollari USA					
<b>Gruppo dei Dieci e Svizzera</b>					
1976 . . . . .	— 260	5.870	4.345	15	9.970
1977 . . . . .	1.840	34.280	1.095	— 265	36.950
1978 . . . . .	2.715	34.890	— 2.590	— 50	34.965
Consistenze in essere alla fine del 1978 . . . . .	38.110	140.030	11.225	7.460	196.825
<b>Altri paesi sviluppati</b>					
1976 . . . . .	— 240	550	400	— 125	585
1977 . . . . .	— 45	1.805	15	— 20	1.755
1978 . . . . .	225	10.980	320	275	11.800
Consistenze in essere alla fine del 1978 . . . . .	4.145	34.320	1.395	990	40.850
<b>Paesi in via di sviluppo non petroliferi</b>					
1976 . . . . .	— 90	11.025	— 135	— 110	10.690
1977 . . . . .	195	10.640	50	25	10.910
1978 . . . . .	285	11.710	395	280	12.670
Consistenze in essere alla fine del 1978 . . . . .	2.495	57.230	925	1.445	62.095
<b>Insieme dei paesi importatori di petrolio</b>					
1976 . . . . .	— 590	17.445	4.610	— 220	21.245
1977 . . . . .	1.990	46.725	1.160	— 260	49.615
1978 . . . . .	3.225	57.580	— 1.875	505	59.435
Consistenze in essere alla fine del 1978 . . . . .	44.750	231.580	13.545	9.895	299.770
<b>Paesi esportatori di petrolio</b>					
1976 . . . . .	75	8.000	1.220	15	9.310
1977 . . . . .	— 40	10.595	205	85	10.845
1978 . . . . .	190	—14.615	— 770	185	—15.010
Consistenze in essere alla fine del 1978 . . . . .	1.680	55.030	5.785	670	63.165
<b>Tutti i paesi</b>					
1976 . . . . .	— 515	25.445	5.830	— 205	30.555
1977 . . . . .	1.950	57.320	1.365	— 175	60.460
1978 . . . . .	3.415	42.965	— 2.645	690	44.425
Consistenze in essere alla fine del 1978 . . . . .	46.430	286.610	19.330	10.565	362.935

\* Compresa le variazioni di valutazione.



Nell'ambito dei paesi importatori di petrolio, il totale delle riserve è aumentato ancora più rapidamente che nel passato, ovvero di \$59,4 miliardi a fronte di \$49,6 miliardi nel 1977. La distribuzione di questo incremento è stata sotto vari aspetti molto diversa. Innanzitutto esso si è ancor più concentrato nei tre principali paesi eccedentari: Germania, Giappone e Svizzera hanno incrementato di \$31,6 miliardi le loro disponibilità ufficiali, assorbendo pertanto oltre la metà dell'aumento totale nelle riserve dei paesi importatori di petrolio. Nel 1977 le riserve complessive di questi tre paesi si erano accresciute di \$12,4 miliardi. Poiché le acquisizioni di riserve da parte di questi paesi non hanno attenuato i vincoli esterni alle rispettive politiche interne, ma anzi li hanno indotti a perseguire politiche monetarie che essi non avrebbero adottato sulla base di considerazioni puramente interne, si può dire che lo scorso anno la componente "indesiderata" nell'espansione delle riserve globali sia stata molto più ampia che nel 1977.

Anche l'evoluzione delle riserve degli altri paesi del Gruppo dei Dieci presenta notevoli differenze rispetto al 1977. Le riserve si sono accresciute di soli \$3,4 miliardi, cioè meno di un settimo dell'aumento del 1977. Questa differenza è essenzialmente attribuibile al Regno Unito, le cui riserve, dopo un incremento di \$16,8 miliardi nel 1977, sono diminuite di \$4 miliardi nel 1978, per effetto soprattutto del rimborso di debiti contratti all'estero. Quanto ai paesi sviluppati non appartenenti al Gruppo dei Dieci, il considerevole miglioramento nell'andamento di fondo delle loro bilance dei pagamenti ha consentito una sostanziale ricostituzione delle loro riserve, per la prima volta dalla crisi del petrolio del 1973. Le attività ufficiali di questi paesi, che alla fine del 1977 erano ancora inferiori di \$2,6 miliardi al livello della fine del 1973, sono aumentate di \$11,8 miliardi, ossia del 41 %.

Nell'espansione delle riserve del 1978 il gruppo dei paesi in via di sviluppo non petroliferi ha rappresentato un elemento di continuità. Nonostante un considerevole deterioramento nella posizione globale delle loro bilance di parte corrente, le attività ufficiali di questi paesi sono aumentate di \$12,7 miliardi, cioè di un importo alquanto superiore a quello registrato in ciascuno dei due anni precedenti. Pertanto le riserve lorde di questi paesi si sono più che raddoppiate dalla fine del 1975. Il principale fattore che ha reso possibile l'aumento delle riserve nel 1978 è stato il maggior ricorso al credito del settore bancario internazionale; inoltre, nella misura in cui non hanno fatto ricorso all'indebitamento verso gli Stati Uniti, questi paesi hanno contribuito a contenere l'espansione delle riserve nei paesi industriali.

Passando ad esaminare gli andamenti nei singoli paesi, la flessione nelle riserve dei paesi esportatori di petrolio è stata alquanto generalizzata. Persino le disponibilità dell'Arabia Saudita, escludendo le modifiche contabili, hanno segnato un calo di \$5,3 miliardi. Nell'ambito di questo gruppo le contrazioni più brusche in termini relativi sono state registrate dalla Nigeria, le cui riserve sono scese da \$4,3 a 1,9 miliardi, e dal Venezuela, con una flessione di quasi il 20 %. I soli paesi esportatori di petrolio le cui riserve hanno segnato significativi aumenti sono stati l'Algeria e Trinidad e Tobago.

Per quanto concerne il gruppo dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, \$7,6 miliardi, pari al 60 % dell'incremento complessivo delle loro riserve, vanno ascritti ai paesi dell'America Latina, che sono stati anche di gran lunga i maggiori prenditori di prestiti dal settore bancario internazionale. Le maggiori acquisizioni di riserve sono state quelle del Brasile (\$3,9 miliardi), dell'Argentina (\$1,8 miliardi), del Cile

(\$0,7 miliardi) e della Colombia (\$0,6 miliardi). Le riserve ufficiali dei paesi asiatici in via di sviluppo sono aumentate di \$4,1 miliardi; le quote maggiori di questo incremento vanno ascritte all'India (\$1,6 miliardi) e a Singapore (\$1,3 miliardi).

L'espansione assai cospicua delle riserve dei paesi sviluppati non appartenenti al Gruppo dei Dieci si è ripartita in modo diffuso. I più forti incrementi sono stati registrati da: Spagna (\$4,2 miliardi), Austria (\$1,8 miliardi), Danimarca (\$1,5 miliardi), Israele (\$1,1 miliardi), Finlandia e Norvegia (\$0,7 miliardi ciascuno).

Nell'ambito del Gruppo dei Dieci, gli aumenti di gran lunga maggiori si sono avuti naturalmente nelle riserve della Germania (\$13,7 miliardi), del Giappone (\$10,2 miliardi) e della Svizzera (\$7,7 miliardi). Sono invece sensibilmente diminuite le disponibilità ufficiali del Regno Unito (vedasi pagina 163) e dei Paesi Bassi (\$0,5 miliardi). Un marginale incremento di \$0,2 miliardi ha segnato il valore in dollari delle attività ufficiali degli Stati Uniti. Infatti, si sono complessivamente ridotte di \$5 miliardi la posizione di riserva sul FMI e le disponibilità di DSP, ma questa flessione è stata più che compensata da un aumento delle disponibilità in valuta (da quasi zero a \$4,4 miliardi) grazie al ricorso all'indebitamento ufficiale in valuta, e del valore in dollari, a 35 DSP per oncia, delle riserve auree (\$0,8 miliardi) per effetto del deprezzamento del dollaro rispetto ai DSP.

Per quanto concerne la composizione delle riserve, l'espansione dello scorso anno si è concentrata, in misura ancor più accentuata che negli anni precedenti, sulle disponibilità ufficiali in valuta. L'aumento dichiarato nelle riserve valutarie ha contribuito per \$43 miliardi (comprese variazioni di valutazione pari a \$4,6 miliardi) all'espansione globale delle riserve di \$44,4 miliardi. Quanto alle componenti, l'aumento dello scorso anno nel totale delle riserve valutarie presenta due principali caratteristiche: una più ampia quota è stata collocata in dollari negli Stati Uniti; al tempo stesso però l'incremento nelle riserve detenute al di fuori degli Stati Uniti ha interessato quasi per intero valute diverse dal dollaro. Questi andamenti possono essere meglio esaminati se, come totale dell'espansione valutaria nel 1978, si assume la cifra di \$48,3 miliardi, comprensiva cioè di quella parte delle disponibilità valutarie ufficiali dell'Arabia Saudita che è stata esclusa dal calcolo delle riserve dichiarate da questo paese in seguito alla già menzionata modifica contabile.

Su tale base, lo scorso anno, su una cifra rettificata di \$48,3 miliardi della crescita nelle riserve valutarie complessive, \$30,2 miliardi rappresentano fondi investiti in dollari negli Stati Uniti; nel 1977 le corrispondenti cifre erano state di \$34,1 e 57,3 miliardi. Al di fuori degli Stati Uniti i depositi ufficiali identificati presso banche dell'euromercato sono aumentati di \$10,3 miliardi, grosso modo come nel 1977. Dopo aver segnato un incremento di \$2,6 miliardi nel 1977, le disponibilità ufficiali identificate in monete diverse dal dollaro collocate nei rispettivi mercati nazionali sono salite di \$6,4 miliardi, di cui \$4,4 miliardi vanno ascritti all'incremento delle riserve valutarie degli Stati Uniti. Lo scorso anno l'aumento identificato di circa \$10 miliardi nei depositi ufficiali in eurovalute pare abbia interessato quasi per intero le monete diverse dal dollaro, in particolare il marco tedesco, il franco svizzero e lo yen, ma incrementi di minore importanza si sono registrati anche nelle disponibilità ufficiali denominate in alcune altre monete. Di conseguenza, quasi l'intero incremento identificato di \$16,7 miliardi nelle riserve valutarie detenute al di fuori degli Stati Uniti pare abbia riguardato monete diverse dal dollaro. Senza tener conto dell'incremento nelle riserve valutarie degli Stati Uniti, il restante aumento di \$12,3 miliardi nelle

riserve valutarie non espresse in dollari ha interessato soprattutto i paesi non appartenenti al Gruppo dei Dieci e deve aver contribuito in una proporzione molto elevata all'espansione totale di \$13,4 miliardi nelle loro disponibilità ufficiali in valuta. Questa diversificazione delle riserve valutarie ha contemporaneamente accresciuto l'espansione delle riserve totali, in quanto i paesi eccedentari, nel soddisfare la domanda delle rispettive monete da parte degli altri paesi, hanno corrispondentemente aumentato le loro riserve in dollari.

Per quel che riguarda gli altri strumenti di riserva, nel 1978 il loro totale è aumentato solo di \$1,5 miliardi. Ed anzi, se si considerano le variazioni di valutazione, vi è stata addirittura una flessione di \$4 miliardi. Le riserve auree ufficiali sono complessivamente aumentate lo scorso anno di \$3,4 miliardi, di cui \$3,1 miliardi vanno ascritti a variazioni di valutazione. In termini di volume, l'aumento è stato di 202 tonnellate, pari a \$0,3 miliardi. I principali fattori che lo scorso anno hanno influito sull'andamento delle riserve auree dei paesi sono stati: il trasferimento di 233 tonnellate dal Fondo monetario internazionale, di cui 190 tonnellate in base al programma di restituzione di oro previsto dal Fondo, e la restante parte sotto forma di vendite ai paesi in via di sviluppo; un trasferimento di 65 tonnellate di oro, precedentemente non comprese nelle riserve auree del Giappone, dal Ministero delle Finanze giapponese alla banca centrale e vendite sul mercato, rispettivamente di 126 e 62 tonnellate, da parte del Tesoro degli Stati Uniti e della Banca del Portogallo.

Lo scorso anno il totale delle posizioni di riserva sul FMI ha registrato una flessione, la prima dal 1972, di \$2,6 miliardi. Escludendo le variazioni di valutazione, il calo è ammontato a \$4,2 miliardi. Questo andamento riflette, da un lato, una riduzione nel totale netto dei crediti del Fondo e, dall'altro, il fatto che una notevole parte dei rimborsi effettuati lo scorso anno al Fondo ha ridotto la posizione debitoria netta dei paesi in questione piuttosto che ricostituirne le posizioni di riserva, rimaste a zero.

In termini di DSP, nel 1978 i riacquisti presso il Fondo sono ammontati a DSP 4,8 miliardi ed i nuovi prelievi a DSP 3,7 miliardi. Per quanto riguarda i singoli paesi, i riacquisti più ingenti sono stati effettuati dal Regno Unito (DSP 1,5 miliardi) e dall'Italia (DSP 1 miliardo), mentre i paesi in via di sviluppo non petroliferi hanno complessivamente riacquistato DSP 1,6 miliardi. Relativamente ai prelievi, la maggiore transazione è stata quella effettuata nel novembre 1978 dagli Stati Uniti, che hanno prelevato DSP 2,3 miliardi; la restante parte va prevalentemente ascritta ai paesi in via di sviluppo non petroliferi, con un totale di nuovi prelievi pari a quasi DSP 1 miliardo.

Nel 1978 il valore complessivo in dollari delle disponibilità dei paesi in DSP è aumentato di \$0,7 miliardi; se si escludono gli effetti di valutazione, non vi è stato praticamente alcun incremento. Va aggiunto che tra il 1977 e il 1978 il totale di DSP trasferito su base volontaria tra i paesi membri del Fondo è passato da DSP 0,7 a 1,8 miliardi, compresi i trasferimenti dagli Stati Uniti alla Germania e al Giappone, per un totale di DSP 0,6 e 0,5 miliardi rispettivamente, effettuati nel novembre 1978.

Va altresì fatta menzione di una serie di eventi relativi al periodo sotto rassegna, che ha comportato o comporterà in seguito un incremento assai rilevante nelle risorse del Fondo. Nel marzo 1978 è entrato in vigore il sesto aumento generale delle quote del Fondo che ne ha accresciuto il totale da DSP 29,2 a 39 miliardi; la settima revisione

generale delle quote del Fondo si è conclusa nel dicembre 1978 con la decisione, attualmente in corso di ratifica presso i governi membri, di aumentare le quote medesime di un ulteriore 50%, portandole a DSP 58,6 miliardi; e nel febbraio 1979 è divenuto operante lo schema di finanziamento integrativo, per un totale di DSP 7,8 miliardi, in favore dei paesi membri con squilibri nei pagamenti di ampie dimensioni, in relazione alle loro quote, e tali da richiedere tempi di aggiustamento relativamente lunghi.

Infine, i paesi membri del Fondo hanno deciso nel dicembre 1978 assegnazioni annue di diritti speciali di prelievo per DSP 4 miliardi per il periodo 1979-81. La prima assegnazione è stata effettuata nel gennaio 1979.

Nei primi mesi di quest'anno l'espansione delle riserve globali pare essersi notevolmente rallentata. Con il recupero di fiducia nel dollaro è cominciato il riflusso dei fondi erratici che, a più riprese durante il 1978, avevano gonfiato le riserve della Germania, del Giappone e della Svizzera, cosicché nei primi quattro mesi del 1979 le riserve complessive di questi tre paesi sono diminuite di \$16,3 miliardi. Nei restanti paesi del Gruppo dei Dieci le riserve sono salite di \$8,2 miliardi. Le riserve degli Stati Uniti, si sono accresciute di \$2,8 miliardi in seguito all'ulteriore indebitamento del Tesoro sui mercati esteri dei capitali. Cospicue acquisizioni sono state anche registrate dall'Italia, dal Regno Unito e dalla Francia.

### **Liquidità internazionale: il punto della situazione.**

La rapida espansione delle riserve globali negli anni recenti aveva dato motivo di temere che il livello della liquidità internazionale potesse nuovamente fomentare l'inflazione nel mondo. Parrebbe che questi timori abbiano già trovato una conferma nella brusca ascesa dei prezzi internazionali delle materie prime e nel rinnovato vigore dell'inflazione nei singoli paesi. Questa accelerazione dei tassi di incremento dei prezzi rappresenta una mera coincidenza? O invece il livello delle riserve sta già esercitando effetti eccessivamente espansivi, che potrebbero divenire ancor più pronunciati se vi dovesse essere un più generale ritorno verso condizioni di pieno impiego nel mondo industrializzato?

In effetti, come mostra la tabella a pagina 162, alla fine del 1978 il totale delle riserve dichiarate, pari a \$363 miliardi, era quasi il doppio del corrispondente importo di \$183 miliardi registrato alla fine del 1973. Vi sono due ragioni per cui l'espansione delle riserve globali dalla fine del 1973 è stata di per sé motivo di preoccupazione: innanzitutto essa ha fatto seguito ad una crescita delle riserve totali nei quattro anni precedenti, che in termini relativi era stata persino più rapida (133%); in secondo luogo, nel corso dell'ultimo quinquennio l'espansione delle riserve è andata accelerando, da una media annua di circa \$25 miliardi nel periodo 1974-76 ad una di oltre \$50 miliardi in quello 1977-78.

I soli dati sulle riserve globali non offrono tuttavia un quadro completo della situazione. Una valutazione esauriente può essere effettuata solo alla luce di altri elementi, tra cui la distribuzione dell'incremento per paesi e le fonti che lo hanno alimentato. Per quanto riguarda il primo di essi, mentre negli anni 1974-75 l'espansione delle riserve aveva essenzialmente rispecchiato l'eccedenza dei paesi esportatori

di petrolio, durante gli ultimi tre anni, come mostra la tabella a pagina 162, le riserve lorde dei paesi importatori di petrolio sono aumentate di \$130 miliardi, salendo a \$300 miliardi. Per quanto riguarda le fonti che hanno alimentato l'espansione delle riserve, negli anni 1977-78 il disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti, con l'aggiunta del totale netto degli investimenti diretti degli Stati Uniti nel resto del mondo, è ammontato a circa \$50 miliardi, dopo che negli anni 1974-76 vi era stata una leggera eccedenza. Ciò significa che circa la metà dell'espansione delle riserve nel biennio 1977-78, contrariamente a quanto è avvenuto nel periodo 1974-76, è provenuta da fonti che hanno aumentato la liquidità netta nel resto del mondo senza contropartita in termini di maggior indebitamento sull'estero. Soprattutto questo aumento nelle riserve dei paesi importatori di petrolio, e la misura in cui esso è stato alimentato dal disavanzo della bilancia dei pagamenti di base degli Stati Uniti, sono i motivi cruciali delle attuali preoccupazioni. Come si configura questa espansione se si esamina la sua distribuzione per gruppi di paesi importatori di petrolio?

Negli ultimi tre anni, il gruppo che ha registrato il maggiore incremento relativo nelle riserve lorde, pari al 123 %, è quello dei paesi in via di sviluppo non petroliferi. Questo rapido aumento è intervenuto però dopo due anni di quasi totale ristagno, cosicché dalla fine del 1973 alla fine del 1978 le riserve di questi paesi sono calate dal 37 al 34 % del totale delle loro importazioni. Al tempo stesso, questi paesi hanno registrato un rapido aumento dell'indebitamento sull'estero. Le passività lorde identificate dei paesi in via di sviluppo non petroliferi verso il solo settore bancario internazionale sono salite di \$85 miliardi; di conseguenza, hanno segnato un netto aumento anche gli oneri connessi al servizio del debito, in rapporto sia alle esportazioni, sia al prodotto nazionale lordo, sia alle riserve. In altre parole, la posizione di riserva di questo gruppo di paesi è certamente migliorata dal 1973, ma questo progresso è avvenuto rispetto a bassi livelli di partenza ed è stato di gran lunga inferiore alla crescita dell'indebitamento sull'estero dalla fine del 1973.

Quanto detto per i paesi in via di sviluppo non petroliferi vale anche per quelli sviluppati non appartenenti al Gruppo dei Dieci. Alla fine dello scorso anno per questi paesi il rapporto tra le riserve globali e le importazioni non era superiore a quello riscontrato per i paesi in via di sviluppo non petroliferi ed era inferiore di 14 punti percentuali al livello della fine del 1973. Inoltre, l'aumento di \$11,8 miliardi registrato lo scorso anno nelle riserve lorde di questi paesi è stato il primo di un certo rilievo dopo il rincaro del petrolio del 1973 ed è stato molto inferiore all'incremento del loro indebitamento sull'estero durante gli ultimi cinque anni.

Rimangono da esaminare i paesi del Gruppo dei Dieci, compresa la Svizzera ma esclusi gli Stati Uniti che, in virtù del ruolo di riserva del dollaro, rappresentano un caso a parte. All'interno di questo gruppo è necessario distinguere fra i tre paesi con posizioni di bilancia dei pagamenti estremamente solide, cioè Germania, Giappone e Svizzera, e gli altri sette. La situazione di questi ultimi può essere paragonata a quella dei paesi sviluppati non appartenenti al Gruppo dei Dieci. Dal 1973, l'unico anno in cui le riserve globali dei paesi in questione sono aumentate sensibilmente è stato il 1977, quando esse hanno registrato un incremento di \$23 miliardi circa; di conseguenza, il rapporto tra riserve e importazioni di questo gruppo è diminuito durante l'ultimo quinquennio dal 22 a meno del 18 %, che rappresenta senz'altro la percentuale più modesta tra i gruppi di paesi considerati. Anche in questo caso, fatta eccezione per il Belgio-Lussemburgo e i Paesi Bassi, l'aumento delle riserve ufficiali

si è accompagnato ad un incremento dell'indebitamento sull'estero in misura per taluni paesi equivalente e per altri molto maggiore.

I tre principali paesi con eccedenze di parte corrente nell'ambito delle economie importatrici di petrolio, cioè Germania, Giappone e Svizzera, rappresentano il solo gruppo in cui vi è una chiara situazione di abbondanza di riserve internazionali e assenza di vincoli esterni, sia attuali sia potenziali, sullo sviluppo economico interno. Nel biennio 1977-78 una parte assai cospicua dell'aumento delle riserve di questi paesi non è tuttavia provenuta dall'eccedenza delle loro bilance dei pagamenti di base, ma è stata soltanto "presa a prestito" in modo "temporaneo", nel senso che essa ha avuto in contropartita afflussi di fondi erratici originati dalla scarsa fiducia nel dollaro. Più recentemente questi movimenti di fondi e la connessa evoluzione delle riserve hanno subito un'inversione di flusso, con il risultato che durante i primi quattro mesi dell'anno in corso le riserve complessive di questi tre paesi sono scese di oltre \$16 miliardi.

Quali conclusioni si possono trarre da questa disamina degli andamenti delle riserve globali negli anni recenti? In primo luogo si può affermare che nel biennio 1977-78 l'accelerazione nell'espansione delle riserve globali al di fuori degli Stati Uniti si è certamente accompagnata ad un miglioramento alquanto diffuso nelle posizioni di riserva dei paesi importatori di petrolio. In secondo luogo, questa maggiore abbondanza di riserve è derivata in larga parte dal disavanzo della bilancia dei pagamenti di base degli Stati Uniti. In terzo luogo, questi andamenti hanno pur sempre lasciato i paesi importatori di petrolio, tranne qualche eccezione, con posizioni di riserva che, in rapporto sia alle importazioni sia all'indebitamento sull'estero, sono meno favorevoli di quelle che essi presentavano alla fine del 1973. Quanto ai pochi paesi — essenzialmente i tre membri del Gruppo dei Dieci con persistenti e cospicue eccedenze di bilancia dei pagamenti — che rappresentano l'eccezione a questo quadro generale, ci si può chiedere se le loro riserve rappresentino una minaccia inflazionistica per il sistema monetario. A questo riguardo due considerazioni sono particolarmente rilevanti: innanzitutto, le costanti esortazioni rivolte a questi paesi per spronarli ad aumentare la loro spesa per importazioni non inducono a ritenere che il resto del mondo si sia sentito minacciato da un'inflazione proveniente da tale fonte; in secondo luogo, il recente rafforzamento del dollaro ha consentito a questi paesi, come si è detto in precedenza, di eliminare una parte dell'incremento delle riserve e dell'offerta di moneta causato dagli afflussi speculativi di fondi che, verso la fine dello scorso anno, è parso per qualche tempo rappresentare una possibile minaccia inflazionistica per le loro economie.

In generale, quindi, il rapido aumento delle riserve dei paesi importatori di petrolio dopo il 1975 non pare aver prodotto una situazione di eccessiva disponibilità di riserve in questi paesi. Va aggiunto tuttavia che tale abbondanza è stata maggiore di quanto possa apparire dalle statistiche relative alle riserve; ciò è in parte dovuto al rapido aumento del prezzo di mercato dell'oro che ha certamente influito sulle posizioni di riserva dei principali paesi detentori di oro. Inoltre i vincoli esterni sulle politiche a livello nazionale dipendono dal grado di disponibilità del credito, oltre che dal livello delle riserve; e negli ultimi due anni sui mercati internazionali del credito bancario si sono avute condizioni assai favorevoli ai mutuatari, per l'effetto congiunto del deficit della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, del calo, in altri paesi, dei disavanzi esterni originati dagli acquisti di petrolio, e della relativa debolezza

della domanda interna di credito in vari paesi industriali. Per giunta, quanto al futuro, se l'espansione delle riserve proseguisse allo stesso ritmo del 1977 e del 1978 e dipendesse dalle medesime cause, e qualora il mercato del credito bancario dovesse permanere favorevole ai mutuatari, il livello della liquidità internazionale potrebbe effettivamente essere motivo di inquietudine. Il ritorno di fiducia nel dollaro, attraverso i suoi effetti sui movimenti internazionali di fondi, ha già rallentato l'espansione delle riserve globali. Ed il mantenimento di tale fiducia, basata su un rafforzamento sostanziale della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, è certamente il principale requisito per evitare in futuro una situazione di eccesso di liquidità.

Difficoltà potrebbero anche sorgere nel caso in cui le proporzioni tra le varie componenti delle riserve dovessero considerevolmente divergere rispetto alle preferenze dei detentori. Se, ad esempio, alcuni paesi desiderassero repentinamente ridurre la componente in dollari delle proprie riserve — come è avvenuto in certa misura lo scorso anno — ciò tenderebbe a produrre ulteriori deflussi di fondi dagli Stati Uniti, con effetti di creazione di liquidità nel resto del mondo e conseguenze destabilizzanti sui tassi di cambio. Tali mutamenti nelle preferenze non sono indipendenti dalle politiche economiche degli Stati Uniti e dalla situazione della bilancia dei pagamenti di questo paese. In altre parole, la stabilità nella composizione delle riserve globali, così come il loro tasso complessivo di espansione, è strettamente connessa alle scelte di politica economica delle autorità degli Stati Uniti.

## 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. 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 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 da sottoporre alla discussione nelle riunioni mensili dei Governatori; un gruppo specializzato in questioni concernenti i mercati dei cambi e le politiche di intervento su tali mercati (questo gruppo, la cui composizione, dall'inizio del 1976, è stata talora limitata ai paesi comunitari oppure estesa, in alcune occasioni, fino a comprendere altri paesi industriali, in genere membri del Gruppo dei Dieci, effettua in particolare un'indagine mensile sul funzionamento delle procedure di concertazione tra le banche centrali); un gruppo incaricato di esaminare, almeno due volte all'anno, la situazione monetaria dei paesi membri e i problemi derivanti dal coordinamento, a livello comunitario, delle politiche monetarie nazionali; e un gruppo incaricato di promuovere 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).

Nel 1978-79 l'attività di questi comitati e gruppi è stata eccezionalmente intensa, a causa dell'ingente mole di lavoro connesso con l'istituzione del Sistema monetario europeo. In seguito alla decisione, presa agli inizi di luglio del 1978 dai Capi di Stato e di Governo dei paesi membri della Comunità Europea, di creare un sistema monetario che conduca ad una zona di stabilità in Europa, il Comitato dei Governatori e il Consiglio dei Governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria, le cui competenze e funzioni sono strettamente connesse e complementari, hanno intensificato le loro consultazioni allo scopo di perfezionare, nell'arco di alcuni mesi, gli accordi e le risoluzioni che definiscono le procedure operative del Sistema monetario europeo ed i necessari adeguamenti degli schemi di credito reciproco a breve termine. I lavori preparatori, compiuti prevalentemente dai Sostituti dei Governatori e dal Gruppo di esperti, cui si è fatto riferimento nel precedente paragrafo, hanno reso necessarie numerose riunioni, tenute per la maggior parte a Basilea.



La Banca ha anche 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. Essa ha altresì partecipato, in veste di osservatore, alle riunioni dei Ministri delle finanze e dei Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera e dei loro sostituti. Inoltre la Banca ha continuato ad esercitare le funzioni, conferitele nell'agosto 1964 dai Ministri e dai Governatori dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, 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, in particolare mettendo 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. In aggiunta, la Banca ha predisposto, su richiesta dei Governatori delle banche centrali dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci e della Svizzera ed in collaborazione con altri organismi internazionali, un "Manuale delle statistiche redatte dalle istituzioni internazionali sull'indebitamento esterno dei singoli paesi".

Infine la Banca ha continuato a mettere a disposizione il Segretariato per il Gruppo di esperti di informatica delle banche centrali dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci e della Svizzera. Nel corso dell'anno il Gruppo ha analizzato le applicazioni degli elaboratori elettronici in uso presso i singoli partecipanti ed ha redatto un repertorio degli elementi *software* e *hardware* impiegati. L'attività del Gruppo si è tuttavia concentrata soprattutto su un'analisi complessiva delle procedure di trasferimento di fondi adottate nei principali paesi e sul tentativo di stabilirne il loro probabile sviluppo, alla luce, in particolare, delle più recenti innovazioni tecniche e della valutazione da parte del settore finanziario della situazione attuale. A questo riguardo è stata nuovamente seguita con attenzione l'attività svolta dall'International Standard Organisation nel campo dello smistamento di messaggi. E' proseguito il lavoro connesso alla progettazione e realizzazione della banca dei dati per la BRI e per le banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci, la cui installazione nella sede della Banca, prevista per l'ultimo trimestre del 1979, fornirà lo strumento per un rapido scambio di serie temporali di dati monetari ed economici tra le istituzioni partecipanti.

## 2. Operazioni del Dipartimento bancario.

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1979, certificati dai revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro.\*

\*                    \*  
                         \*

---

\* Qualora non sia diversamente specificato, tutti gli importi riportati in questo capitolo sono espressi in franchi oro (abbreviati in F). Il franco oro equivale a gr. 0,290 322 58 ... di oro fino - articolo 4 dello Statuto. La conversione delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di 1 franco oro = \$ USA 0,3941 ...; per tutte le altre partite in valuta sono stati adottati i tassi di cambio centrali o di mercato rispetto al dollaro USA.

Il totale di bilancio al 31 marzo 1979 ha superato per la prima volta la soglia dei 70 miliardi di franchi, ammontando a  
 contro, al 31 marzo 1978,

F 70.408.614.197  
 F 59.334.066.542

Si è pertanto registrato un incremento di  
 pari al 18,7%, che in termini assoluti è alquanto superiore a quello del precedente esercizio finanziario (10.488 milioni), mentre risulta inferiore in termini relativi (21,5 %).

F 11.074.547.655

Va notato che in questo caso l'aumento del valore in franchi oro di alcune monete ha contribuito solo in misura modesta all'incremento del totale di bilancio; le monete in questione sono principalmente il marco tedesco, per effetto dell'aggiustamento verso l'alto, nell'ottobre 1978, del suo tasso centrale nell'ambito del sistema comunitario del "serpente", ed anche il franco svizzero.

Tra l'aprile e la fine di novembre del 1978, il totale della situazione mensile dei conti ha registrato nel complesso solo una lenta progressione, con oscillazioni piuttosto marcate in entrambi i sensi; successivamente l'espansione è stata costante e molto più pronunciata.

**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
1970	20.699	+ 6.056	+ 47
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	48.948	+ 5.420	+ 13
1978	59.334	+ 10.488	+ 22
1979	70.409	+ 11.075	+ 19

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 partite contabili derivanti dalle funzioni della Banca quale Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria in connessione con le operazioni di credito concluse dalla Comunità e con il Sistema monetario europeo.
- 4) l'oro in custodia presso la BRI per conto di depositanti, che al 31 marzo 1979 ammontava a 1.020 milioni di franchi, rispetto a 1.018 milioni al 31 marzo 1978.

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				
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	25.260
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
1978*	1.493	57.150	691	59.334
1979*	1.634	67.967	808	70.409

\* Dopo la ripartizione dell'utile netto d'esercizio, come proposta all'Assemblea generale ordinaria.

A. Capitale, riserve 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 1978-79 F 576.247.193

contro 519,8 milioni di franchi al 31 marzo 1978; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è quindi di 56,4 milioni di franchi; l'attribuzione prevista al detto Fondo è conforme alle disposizioni dell'articolo 51(3) dello Statuto.

3) *Fondo speciale di riserva per i dividendi*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1978-79 F 83.175.781

contro 75,2 milioni di franchi al 31 marzo 1978; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è quindi di 8 milioni di franchi; l'importo di questo Fondo di riserva risulterà pertanto leggermente superiore all'equivalente in franchi oro del dividendo di 110 franchi svizzeri per azione [vedasi il successivo punto d)] calcolato sulla base del valore del franco svizzero al 31 marzo 1979.

4) *Fondo di riserva libero*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1978-79 F 643.718.200

contro 567,1 milioni di franchi al 31 marzo 1978; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è di 76,6 milioni di franchi.

Dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1978-79 le riserve totali della Banca ammontano pertanto a

F 1.333.211.487

contro 1.192,2 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio, con un incremento di 141 milioni; si rammenta che l'aumento delle riserve totali è stato di 120 milioni in entrambi i precedenti esercizi, 1976-77 e 1977-78.

c) "Partite varie"

F 728.127.378

contro 595,4 milioni di franchi al 31 marzo 1978, con un aumento di 132,7 milioni; va notato che questa voce comprende ora l'Accantonamento per immobili che dal 31 marzo 1967 era apparso separatamente in Bilancio.

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

F 220.576.151

Tale importo rappresenta l'utile netto per l'esercizio 1978-79, con un aumento di 29,5 milioni di franchi rispetto all'utile netto dell'esercizio precedente, pari a 191,1 milioni, che era già stato superiore di 23,2 milioni a quello dell'esercizio finanziario 1976-77. I particolari delle proposte di ripartizione dell'utile per il 1978-79, in conformità delle disposizioni dell'articolo 51 dello Statuto, sono riportati nella sezione 6 di questo capitolo; tali proposte, di cui si è fatta menzione nel trattare dell'evoluzione delle riserve, prevedono in particolare di devolvere 79.576.151 franchi - contro 71.050.134 franchi dell'esercizio precedente - per il pagamento del dividendo di 110 franchi svizzeri per azione, da effettuarsi alla data del 1° luglio 1979; va notato che in termini di franchi svizzeri l'importo del dividendo per azione non è mutato rispetto al precedente esercizio finanziario, mentre è aumentato del 12 % in termini di franchi oro.

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
	1978	1979	
	milioni di franchi		
Depositi di banche centrali . . . . .	56.360	65.790	+ 9.430
Depositi di altri depositanti . . . . .	790	2.177	+ 1.387
Totale . . . . .	57.150	67.967	+ 10.817

L'incremento registrato nei "Depositi di banche centrali" è stato ancora una volta molto pronunciato, pur se alquanto inferiore, in termini relativi, a quello del precedente esercizio finanziario (9.430 milioni, ovvero il 16,7 % a fronte di 10.466 milioni, ovvero il 22,8 %); esso va nuovamente ascritto soprattutto ai depositi in

dollari USA, una piccola parte dei quali è stata indicizzata sul valore del diritto speciale di prelievo; comunque, anche i depositi in marchi tedeschi hanno registrato un ulteriore consistente incremento; per contro, sono diminuiti i depositi in franchi svizzeri, nonostante il summenzionato aumento del valore in franchi oro di questa moneta. I movimenti intervenuti nei depositi in altre monete sono stati di entità relativamente modesta e si sono integralmente compensati a vicenda.

Mentre nel precedente esercizio finanziario i "Depositi di altri depositanti" erano leggermente diminuiti, lo scorso anno la loro espansione è stata molto accentuata ed il relativo saldo si è quasi triplicato; questo movimento riflette l'afflusso di nuovi depositi in dollari USA, indicizzati sul valore del diritto speciale di prelievo, da parte di organismi internazionali; per contro, è leggermente diminuito il livello dei depositi in franchi svizzeri in quanto l'aumento del loro valore in franchi oro è stato inferiore all'ammontare dei rimborsi netti.

Per la prima volta dopo diversi anni, è diminuita la preponderanza dei "Depositi di banche centrali" sul totale dei fondi ricevuti in prestito, anche se solo leggermente; la loro quota è scesa dal 98,6 al 96,8 %, mentre quella dei "Depositi di altri depositanti" è corrispondentemente aumentata.

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
	1978	1979		1978	1979		1978	1979	
	milioni di franchi								
A vista . . . . .	3.708	3.941	+ 233	1.235	928	- 307	4.943	4.869	- 74
Fino a tre mesi . . .	159	49	- 110	37.918	48.797	+ 10.879	38.077	48.846	+ 10.769
Ad oltre tre mesi . .	91	9	- 82	14.039	14.243	+ 204	14.130	14.252	+ 122
Totale . .	3.958	3.999	+ 41	53.192	63.968	+ 10.776	57.150	67.967	+ 10.817

Rispetto al totale delle risorse ricevute in prestito, la proporzione dei depositi in valute ha continuato ad aumentare, passando dal 93,1 al 94,1 %, mentre è diminuita in misura corrispondente la quota dei depositi in oro.

In termini di scadenza, la partecipazione dei depositi vincolati sul totale si è accresciuta dal 91,4 al 92,8 %, mentre quella dei depositi a vista ha registrato una corrispondente flessione.

#### a) Depositi in oro

F 3.998.764.421

contro 3.958 milioni di franchi al 31 marzo 1978, con un aumento di 41 milioni, notevolmente inferiore a quello di 393 milioni registrato nel precedente esercizio finanziario; l'espansione dei depositi a vista è derivata in parte dall'afflusso di nuovi depositi in questa forma ed in parte dalla riduzione dell'ammontare di oro (ricevuto a pronti) oggetto delle operazioni di riporto contro valute concluse con le banche centrali che hanno lasciato su depositi a vista presso la Banca l'oro ricevuto. La pronunciata flessione, soprattutto in termini relativi, dei depositi fino a tre

mesi è attribuibile al rimborso di depositi vincolati giunti a scadenza, dato che le possibilità per la Banca di impiegare oro detenuto in questa forma hanno continuato a diminuire; la voce relativa ai depositi ad oltre tre mesi è stata praticamente liquidata in seguito al rimborso alla scadenza di un deposito collocato presso la Banca per un periodo piuttosto lungo.

b) Depositi in valute

F 63.968.231.635

contro 53.192 milioni di franchi al 31 marzo 1978; questa voce, di gran lunga la più importante del Passivo, ha pertanto registrato un aumento assai cospicuo di 10.776 milioni, pari al 20,3%, grosso modo paragonabile a quello riscontrato nel precedente esercizio finanziario (9.823 milioni, ovvero il 22,7%); esso va attribuito all'espansione dei fondi fino a tre mesi, in quanto alla flessione dei depositi a vista ha fatto riscontro un aumento di importo quasi equivalente nei depositi ad oltre tre mesi.

ATTIVO (UTILIZZO DELLE RISORSE).

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

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

Natura	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo				Variazione	
	1978		1979			
	milioni di franchi					
Attività a vista						
Oro . . . . .	5.069		4.987		— 82	
Valute . . . . .	329	5.398	93	5.080	— 236	— 318
Buoni del Tesoro						
Valute . . . . .		288		1.284		+ 996
Depositi vincolati ed anticipazioni						
Valute . . . . .		50.253		58.677		+ 8.424
Altri titoli						
Valute . . . . .		2.456		4.258		+ 1.802
Totale						
Oro . . . . .	5.069		4.987		— 82	
Valute . . . . .	53.326	58.395	64.312	69.299	+ 10.986	10.904

a) Oro

F 4.986.630.778

contro 5.069 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio finanziario; la leggera flessione di 82 milioni delle attività in oro è prevalentemente attribuibile al rimborso di vari depositi vincolati collocati presso la Banca, unitamente alle vendite sul mercato da essa effettuate; queste vendite hanno fatto seguito ad acquisti da parte della Banca di un quantitativo equivalente di oro prelevato dai conti a vista presso di essa.

D'altra parte, occorre rilevare che dal giugno 1978 gli averi in oro della Banca sono esenti da qualsiasi pegno, mentre al 31 marzo 1978 — come indicato a quell'epoca alla nota 3 in calce al Bilancio — una parte dei suoi averi in oro, e cioè 129 milioni, era ancora costituita in pegno.

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F 93.015.952

contro 329 milioni di franchi al 31 marzo 1978; la flessione di 236 milioni è dovuta al prelievo di fondi che la Banca aveva ricevuto a breve termine e che aveva dovuto detenere in contanti.

c) Buoni del Tesoro F 1.284.678.208

contro 288 milioni di franchi alla fine del precedente esercizio finanziario; l'aumento di 996 milioni è stato molto rilevante, sia in termini assoluti sia relativi ed ha rispecchiato gli acquisti, effettuati in settembre e ottobre, di buoni del Tesoro al portatore denominati in dollari USA ed emessi da un governo estero.

d) Depositi vincolati e anticipazioni F 58.676.870.060

contro 50.253 milioni di franchi al 31 marzo 1978; questa voce, che consiste integralmente di valute e che è di gran lunga la più importante dell'Attivo, ha registrato pertanto un aumento di 8.424 milioni, pari al 16,8 %, rispetto ad un incremento di 9.457 milioni, o del 23,2 % nel precedente esercizio finanziario; come nel caso dei fondi in valute ricevuti in prestito, cui si è fatto riferimento in precedenza, l'accrescimento concerne soprattutto i dollari USA, ma ha anche interessato i marchi tedeschi, mentre le attività in franchi svizzeri sono diminuite nonostante l'aumento nel loro valore in franchi oro. Va tuttavia notato che dal lato delle attività, contrariamente ai movimenti registrati nel Passivo, i depositi in altre valute sono più consistenti e maggiormente diversificati nella composizione. Ciò si spiega con il fatto che, nel ricevere i citati depositi in dollari USA, indicizzati sul valore del diritto speciale di prelievo, la Banca si è coperta, generalmente a pronti, ed ha conseguentemente investito le varie monete da essa acquisite.

e) Altri titoli F 4.257.798.035

contro 2.456 milioni al 31 marzo 1978; il marcato aumento di 1.802 milioni, pari a quasi il 75 %, va attribuito ai certificati di deposito denominati in dollari USA ed acquistati sul mercato statunitense.

Va notato che, mentre all'inizio dell'esercizio questa voce non rappresentava più del 4,1 % delle attività totali, a fine esercizio vi partecipava con il 6 %; per contro la quota dei "Depositi vincolati e anticipazioni" è leggermente calata dall'84,7 all'83,3 %.

La seguente tabella fornisce la composizione dei "Depositi vincolati e anticipazioni" e degli "Altri titoli", in base alla vita residua dell'investimento.

BRI: "Depositi vincolati e anticipazioni" e "Altri titoli",  
suddivisi per vita residua.

Vita residua	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1978	1979	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi . . . . .	33.663	36.208	+ 2.545
Ad oltre tre mesi . . . . .	19.046	26.727	+ 7.681
Totale . . . . .	52.709	62.935	+ 10.226

f) Partite varie

F 1.109.621.163

contro 939 milioni di franchi al 31 marzo 1978; come nel precedente esercizio finanziario, l'aumento di 171 milioni è derivato da rettifiche contabili; in questo caso esse sono connesse alle operazioni di copertura, cui si è accennato in precedenza, in relazione ai fondi ricevuti in dollari USA ed indicizzati sul valore del diritto speciale di prelievo; parte delle valute acquistate contro dollari USA nel quadro di queste operazioni è stata convertita in franchi oro sulla base dei rispettivi tassi centrali, determinando una temporanea perdita contabile. I summenzionati aggiustamenti sono stati effettuati allo scopo di eliminare queste "perdite" che saranno automaticamente riassorbite al momento della liquidazione di questi depositi indicizzati.

Operazioni a termine in oro.

Queste operazioni, cui si fa riferimento alla nota 2 in calce al Bilancio, hanno registrato un saldo passivo netto (oro da consegnare a termine) di F 325.834.663 contro un saldo passivo di 449 milioni all'inizio dell'esercizio finanziario; la flessione, di 123 milioni, nell'ammontare di oro da consegnare a termine è derivata dalla riduzione del quantitativo di oro contro valute oggetto di operazioni di riporto con le banche centrali.

La Banca ha inoltre proseguito la sua tradizionale attività nel settore delle operazioni in oro e in valute.

\* \*  
\*

Nel complesso, le operazioni della Banca si sono ulteriormente sviluppate nel corso dell'esercizio finanziario 1978-79, anche se ad un ritmo leggermente più lento rispetto al precedente esercizio.

**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, per il Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (Prestito Young).

Per il Prestito Young, l'esercizio finanziario 1978-79 si è chiuso il 1° giugno 1979. I relativi interessi sono stati debitamente versati alla Banca e da questa distribuiti agli Agenti nazionali. Il rimborso delle obbligazioni convertite, relativamente all'anno finanziario 1978-79, 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.



**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 1977-78	1978-79	
Americana . . .	\$	91.525.000	31.235.000	2.476.000	57.814.000
Belga . . . . .	FB	202.694.000	66.498.000	5.026.000	131.370.000
Britannica . . .	£	41.345.000	13.459.000	1.018.000	26.868.000
Francese . . . .	FF	633.024.000	208.703.000	15.744.000	408.577.000
Olandese . . . .	Fl	52.581.000	16.904.000	1.286.000	34.391.000
Svedese . . . . .	SKr	126.666.000	41.979.000	3.155.000	81.532.000
Svizzera . . . .	FS	58.393.000	18.719.000	1.428.000	38.246.000
Tedesca . . . .	DM	14.509.000	4.567.000	350.000	9.592.000

\* In base ai valori stabiliti dall'Amministrazione tedesca del debito federale per la data di scadenza del 1° dicembre 1978, in seguito all'entrata in vigore, il 1° aprile 1978, del secondo emendamento agli Statuti del FMI che ha abolito le parità. Questi valori non tengono conto delle rivalutazioni del DM del 1961 e 1969, nonché delle successive variazioni, fino al 31 marzo 1978, dei tassi di cambio delle valute di emissione che non hanno comportato una variazione formale delle loro parità e quindi dell'apprezzamento del marco tedesco, del fiorino olandese e del franco svizzero rispetto alle restanti monete di emissione.

L'Amministrazione tedesca del debito federale (Bundesschuldenverwaltung) ha informato il Fiduciario che, con l'entrata in vigore, il 1° aprile 1978, del secondo emendamento agli Statuti del FMI, ha deciso di applicare la clausola di garanzia di cambio annessa al Prestito Young e quindi di calcolare gli importi spettanti ai detentori di obbligazioni convertite e delle relative cedole in base all'Articolo 13(c) dell'Accordo di Londra sui debiti esteri tedeschi del 27 febbraio 1953. A partire dalla data di scadenza del 1° giugno 1978, gli importi da corrispondere a fronte delle obbligazioni convertite e delle relative cedole vengono quindi stabiliti dall'Amministrazione tedesca del debito federale - caso per caso - sulla base dei tassi di cambio delle monete di emissione del Prestito Young vigenti sul mercato a ciascuna data di scadenza. Il mercato da prendere in considerazione è quello della moneta di emissione "meno deprezzata" ai sensi del paragrafo 2(e), sezione A dell'Annesso I dell'Accordo di Londra. Prima del suddetto emendamento, l'Amministrazione del debito federale aveva sostenuto che la garanzia di cambio era applicabile solo in base alle parità notificate al FMI.

Alle date di scadenza del 1° giugno e del 1° dicembre 1978, il franco belga risultava, secondo il parere dell'Amministrazione del debito federale, "la moneta meno deprezzata" e ciò ha determinato un sostanziale aggiustamento verso l'alto degli importi dovuti il 1° giugno 1978 ai detentori di obbligazioni americane, britanniche, francesi e svedesi ed un ulteriore modesto aggiustamento il 1° dicembre 1978 per i detentori di obbligazioni americane.

Il Fiduciario, nell'accogliere favorevolmente la decisione dell'Amministrazione del debito federale di ricalcolare gli importi dovuti ai detentori di obbligazioni, a partire dal 1° giugno 1978, è tuttavia dell'opinione che si sarebbe già dovuto effettuare un aggiustamento, che tenesse conto dei deprezzamenti effettivi delle monete, al fine di compensare i detentori delle obbligazioni di emissioni la cui moneta di pagamento si è progressivamente deprezzata dal 1971. Questo aspetto, nonché la più

ampia questione se la garanzia di cambio sia analogamente applicabile anche nel caso di apprezzamenti di fatto delle monete, è stato sottoposto all'attenzione dei governi dei paesi in cui sono state effettuate le emissioni del prestito in parola e il Fiduciario ha invitato gli stessi ad esaminare la questione e ad adoperarsi al fine di pervenire ad una adeguata soluzione.

La questione se la garanzia di cambio sia applicabile nel caso delle rivalutazioni del marco tedesco del 1961 e 1969 è stata deferita nel maggio 1971 al tribunale arbitrale previsto dall'Accordo di Londra. Nel marzo 1979 si è conclusa la fase orale del procedimento e la sentenza del tribunale arbitrale è attesa per la fine del corrente anno. Il Fiduciario auspica che questa sentenza faciliti la risoluzione delle questioni ancora pendenti.

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 rimborsate negli esercizi finanziari		Saldo
			dal 1959 al 1977	1978	
Americana . . . . .	\$	1.667.000	1.524.000	143.000	—
Anglo-olandese . . . . .	£	856.600	801.700	54.900	—
Svizzera . . . . .	FS	7.102.000	6.034.000	457.000	611.000

#### **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 1978-79, per il servizio dei prestiti garantiti la Banca ha ricevuto l'equivalente di circa 4 milioni di franchi per interessi e circa 35 milioni di franchi per rimborsi. A fine esercizio, il totale complessivo in essere si è ridotto a circa 46 milioni di franchi.

Prestiti garantiti della CECA.

Serie dei titoli garantiti	Date di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Importo originario dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1979	Tasso di interesse %	Anno di scadenza finale o di rimborso
1 <sup>a</sup>	1954	Stati Uniti	Governo USA	\$ 100.000.000	6.600.000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1979
2 <sup>a</sup>	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	45.600.000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1982
3 <sup>a</sup>	1955	Germania	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf <sup>1</sup>	DM 50.000.000	3.970.050	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1981
4 <sup>a</sup>	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	FB 20.000.000	4.560.000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1982
5 <sup>a</sup>	1956	Saar	Landesbank Saar Girozentrale, Saarbrücken	F Lux 5.000.000	—	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1961
6 <sup>a</sup>	1956	Svizzera	Emissione pubblica	DM 2.977.450 <sup>2</sup>	—	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1977
7 <sup>a</sup>	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	FS 50.000.000	—	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1974
8 <sup>a</sup>			Emissione pubblica	\$ 25.000.000	—	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1975
9 <sup>a</sup>			Emissione pubblica	\$ 7.000.000	—	5	1962
10 <sup>a</sup>	1957	Lussemburgo	Prestiti bancari	\$ 3.000.000	—	5	1962
			Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	F Lux 100.000.000	28.329.938	5 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>	1982
11 <sup>a</sup>	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	—	5	1978
12 <sup>a</sup>			Emissione pubblica	\$ 15.000.000	—	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1963
13 <sup>a</sup>	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	3.550.000	5 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>	1980
14 <sup>a</sup>			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	1963
			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 <sup>7</sup> / <sub>8</sub>	1964
			Emissione pubblica	\$ 3.400.000	—	5	1965
15 <sup>a</sup>	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	F Lux 100.000.000	45.714.770	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1986
16 <sup>a</sup>	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Fl 50.000.000	9.800.000	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1981

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

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

La Banca ha continuato a svolgere le funzioni, assunte a partire dal 1° giugno 1973, di Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria. Questa istituzione fu creata il 6 aprile 1973 dagli stati membri della Comunità economica europea allo scopo di amministrare il sistema comunitario dei tassi di cambio, cioè il "serpente", introdotto nell'aprile 1972, e le linee di credito reciproco già esistenti o istituite in connessione con il "serpente". La sua attività si è ampliata in seguito alla conclusione, nel marzo e aprile del 1976, delle prime operazioni creditizie comunitarie, la cui amministrazione è stata affidata al Fondo e, in particolare, con l'introduzione, il 13 marzo 1979, del Sistema monetario europeo (SME) che ha sostituito il meccanismo del "serpente". I dettagli sullo SME sono forniti nel Capitolo VII alle pagine 151-155.

In quanto agente tecnico del Fondo, la Banca svolge due tipi di funzioni: da un lato, quelle concernenti il funzionamento del "serpente", le linee di credito reciproco a breve termine e, dal marzo 1979, il Sistema monetario europeo; dall'altro, le funzioni relative all'esecuzione delle operazioni finanziarie connesse con i crediti comunitari.

Nel primo caso, le funzioni sono essenzialmente le seguenti:

1) La Banca tiene i conti del Fondo, registrandovi:

- i debiti e i crediti nei confronti del Fondo delle banche centrali comunitarie che partecipano al meccanismo del "serpente" e, dal 13 marzo 1979, allo SME, derivanti dagli interventi effettuati dalle predette banche nelle valute dei paesi membri e notificati all'Agente;
- il regolamento immediato o periodico di tali debiti e crediti a brevissimo termine.

Durante l'esercizio finanziario 1978-79, il numero e il volume delle operazioni contabili sono variati in misura notevole, parallelamente alla situazione sui mercati dei cambi dei paesi CEE partecipanti al "serpente". Alla fine di maggio del 1979 sono state liquidate le restanti posizioni connesse a questo meccanismo.

Anche le operazioni effettuate in connessione con l'accordo di sostegno monetario a breve termine sono registrate nella contabilità del Fondo; operazioni di questo genere sono state effettuate in connessione con il sostegno monetario ricevuto dalla Banca d'Italia tra il marzo e il dicembre 1974; esse sono successivamente scomparse dai libri contabili quando questo credito a breve termine è stato consolidato nel concorso finanziario a medio termine; questo credito è stato integralmente rimborsato nell'autunno del 1978.

2) La Banca effettua, nell'ambito dello SME, le operazioni connesse con la creazione, l'impiego e la remunerazione dell'Unità monetaria europea (ECU), ed in particolare:

- conclude, in nome e per conto del Fondo, le operazioni di *swap* con ciascuna delle banche centrali comunitarie partecipanti al nuovo meccanismo dei tassi di cambio, consistenti, dal lato a pronti, nel trasferimento di ECU a tali istituzioni in contropartita del 20% delle loro riserve lorde in oro e in dollari. Queste operazioni di *swap* sono rinnovabili ogni tre mesi ed in tale occasione verranno effettuati i necessari aggiustamenti, innanzitutto, per assicurare che il contributo al Fondo di ciascuna banca centrale continui a rappresentare almeno il 20% delle riserve lorde in oro e in dollari detenute dalla banca in data immediatamente precedente quella del rinnovo, ed in secondo luogo per tener conto delle variazioni nel prezzo dell'oro e nel tasso di cambio del dollaro;
- affida alle rispettive banche centrali, in nome del Fondo, la gestione delle attività in oro e in dollari trasferite al Fondo medesimo;
- effettua il trasferimento di ECU tra i conti di "riserve in ECU" delle banche centrali, in relazione al regolamento dei saldi debitori e creditori originati dagli interventi effettuati nel quadro del meccanismo dei tassi di cambio dello SME, e al pagamento di interessi corrisposti a fronte delle posizioni nette in ECU delle banche centrali.

Nella sua funzione di Agente del Fondo per l'amministrazione delle operazioni di credito concluse dalla Comunità in conformità dei regolamenti adottati dal Consiglio delle Comunità europee nel febbraio 1975, 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 compiute 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.

Durante l'esercizio finanziario 1978-79 la Banca, nella sua funzione di Agente del Fondo, ha semplicemente effettuato il pagamento degli interessi e delle commissioni. Alla data del 31 marzo 1979, essa amministrava complessivamente sette operazioni di credito, per un totale di \$USA 1,6 miliardi e di DM 0,5 miliardi, di cui quasi cinque-sesti sono stati prestati all'Italia e la restante parte all'Irlanda. Tutti i contratti di prestito recano un tasso di interesse fisso, tra il 7,25 e l'8,25 %, secondo la scadenza del prestito (in media di oltre cinque anni), la moneta di emissione e il periodo di conclusione del contratto.

#### **6. La cessazione dell'Accordo sulla garanzia di cambio nell'ambito dell'OCSE.**

L'Accordo concernente una garanzia di cambio, cui avevano aderito diciotto banche centrali dei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, era entrato in vigore il 1° gennaio 1973, subito dopo la cessazione dell'Accordo monetario europeo. Il suo obiettivo era quello di fornire una garanzia di cambio che coprisse gli importi detenuti da una banca centrale su un conto presso un'altra banca centrale partecipante nella moneta nazionale di quest'ultima, impiegati come saldi operativi. L'Accordo era stato istituito per un periodo iniziale di tre anni ed operava nell'ambito dell'OCSE. Era stato creato anche un Comitato per le questioni monetarie e valutarie con il compito di vigilare sulla sua applicazione, e la Banca svolgeva le funzioni di Agente ai fini dell'Accordo.

Durante i primi tre anni di esistenza dell'Accordo, vi è stata un'unica occasione in cui sono state effettuate compensazioni, originate dalla svalutazione di diverse monete nel febbraio del 1973. Dopo una generale revisione dell'Accordo nel 1975, si era pervenuti alla conclusione che, in un sistema di tassi fluttuanti, l'Accordo era di scarsa utilità pratica; nondimeno era stato deciso di prorogarlo per un periodo di tre anni dal 1° gennaio 1976 al 31 dicembre 1978. Le riunioni del Comitato per le questioni monetarie e di cambio si sono svolte su base *ad hoc*.

Durante questo periodo non si è mai fatto ricorso all'Accordo e il 31 dicembre 1978 è stata decisa la sua cessazione. Le banche centrali partecipanti hanno stabilito che qualsiasi saldo in essere nell'ambito dell'Accordo venisse liquidato senza compensazione.

Con la cessazione dell'Accordo sulla garanzia di cambio, sono venute meno le funzioni della Banca in qualità di Agente.

## 7. Ripartizione dell'utile netto.

I conti relativi al quarantanovesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1979, presentano un saldo attivo di gestione di 222.292.209 franchi a fronte di 204.477.506 franchi per l'esercizio finanziario precedente e di 175.776.466 franchi per l'esercizio 1976-77. L'aumento registrato nell'esercizio sotto rassegna riflette la notevole espansione nel volume delle operazioni effettuate dalla Banca in questo periodo, controbilanciata in certa misura dall'incremento nel livello dei costi di amministrazione della Banca.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 1.716.058 franchi allo "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione". A seguito del suddetto trasferimento, l'utile netto ammonta a 220.576.151 franchi, contro 191.050.134 franchi del precedente esercizio finanziario e 167.920.050 franchi dell'esercizio 1976-77. La ripartizione di tale importo è regolata dall'articolo 51 dello Statuto.

In conformità di quanto ivi disposto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire l'utile netto di 220.576.151 franchi nel modo seguente:

- 1) un importo di 79.576.151 franchi per il pagamento del dividendo di 110 franchi svizzeri per azione;
- 2) un importo di 56.400.000 franchi al Fondo di riserva generale;
- 3) un importo di 8 milioni di franchi al Fondo speciale di riserva per i dividendi; ed infine
- 4) un importo di 76.600.000 franchi, rappresentante il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Il più elevato importo del dividendo in franchi oro di quest'anno, rispetto a quello dell'anno precedente, riflette l'apprezzamento del franco svizzero in termini di franchi oro.

Se le summenzionate proposte saranno accettate, il dividendo sarà corrisposto il 1º luglio 1979 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1979.

Il Bilancio, il Conto profitti e perdite e un prospetto riassuntivo delle 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, sulla base di quanto specificato alla Nota 1, la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1979, e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in calce al Bilancio.

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

Il 16 gennaio 1979 la Banca ha subito una dolorosa perdita in seguito alla scomparsa del Vice Presidente del Consiglio, Signor Henri Deroy. Il Signor Deroy era stato membro del Consiglio per quasi trentun anni ed aveva ricoperto la carica di Vice Presidente dal 1° novembre 1970. Nella riunione del Consiglio tenutasi il 13 febbraio 1979, il Presidente ha ricordato le sue grandi qualità professionali e umane e il suo eccezionale contributo all'attività della Banca durante il periodo particolarmente lungo della sua permanenza in carica.

\*                      \*  
\*

Il mandato del Barone Ansiaux in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 7 agosto 1978, è stato rinnovato, in base all'articolo 27(2) dello Statuto, dal Signor de Strycker, Governatore della Banca Nazionale del Belgio, durante la riunione del Consiglio dell'11 luglio 1978.

Nel corso della stessa riunione il Presidente ha annunciato che il Dott. Mario Ercolani era in procinto di rinunciare alla sua carica di Sostituto del Prof. Baffi. Il Presidente ha espresso al Dott. Ercolani la gratitudine della Banca per i preziosi servizi resi.

Il mandato del Dott. Antonino Occhiuto in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 7 novembre 1978, è stato rinnovato in base all'articolo 27(2) dello Statuto dal Prof. Baffi, Governatore della Banca d'Italia, durante la riunione del Consiglio del 12 settembre 1978.

Il Presidente ha informato il Consiglio, nel corso della stessa riunione, che il Prof. Baffi aveva designato il Dott. Mario Sarcinelli ad esercitare le funzioni di suo Sostituto al posto del Dott. Ercolani.

Il mandato di Consigliere del Dott. Johann Schöllhorn che veniva a scadere il 31 dicembre 1978, è stato rinnovato, nel dicembre 1978, dal Dott. Emminger, Presidente della Deutsche Bundesbank, in base all'articolo 27(2) dello Statuto.

Il mandato del Dott. Jelle Zijlstra, che era stato eletto Consigliere in base all'articolo 27(3) dello Statuto, veniva a scadere il 31 marzo 1979. Egli è stato rieletto nella riunione del Consiglio tenutasi il 13 marzo 1979.

Nel corso della stessa riunione Lord O'Brien of Lothbury è stato eletto a Vice Presidente del Consiglio di amministrazione per un periodo di tre anni, dal 1° marzo 1979 alla fine di febbraio del 1982.

\*                      \*  
\*

L'improvvisa scomparsa del Signor Dennis H. Stapleton, l'11 ottobre 1978, ha rappresentato una grave perdita per la Banca. Il Signor Stapleton, entrato a far parte del Servizio giuridico della Banca nel luglio 1950, era stato promosso al grado di Vice Direttore il 1° dicembre 1968 venendogli affidata la responsabilità del settore amministrativo della Banca. Il 1° gennaio 1973 gli era stata anche conferita la carica "ad personam" di Vice Segretario Generale. Nella riunione del Consiglio del 14 novembre 1978 il Presidente ha reso omaggio al Signor Stapleton per il prezioso e leale servizio reso alla Banca.

Il Dott. Antonio d'Aroma, che ha ricoperto la carica di Segretario Generale della Banca dal 1° gennaio 1962 al 31 dicembre 1974, di Condirettore Generale dal 1° gennaio 1975 al 31 dicembre 1977, e di Consigliere Speciale dal 1° gennaio 1978, ha lasciato il servizio alla fine di settembre del 1978. Durante la riunione del Consiglio tenutasi il 12 settembre 1978 il Presidente ha espresso al Dott. d'Aroma la gratitudine di tutti i membri del Consiglio ed il loro sincero apprezzamento per le eminenti qualità dimostrate nell'espletamento delle sue importanti funzioni.

Il 30 giugno 1978 il Signor Charles Altenhoff, Condirettore del Dipartimento bancario, ha lasciato la Banca dopo quasi ventiquattro anni di preziosa e leale collaborazione.

Il Presidente ha annunciato nel corso della riunione del Consiglio svoltasi il 13 marzo 1979 che la Banca ha deciso di promuovere il Signor J. Mix e il Dott. H.W. Mayer al grado di Condirettori, con decorrenza dal 1° aprile 1979.

\*                      \*  
\*

La Banca ha appreso con profondo cordoglio la notizia della scomparsa del Dott. Antonio Rainoni, avvenuta il 7 dicembre 1978. Il Dott. Rainoni, entrato a far parte della Banca nel 1946, aveva ricoperto la carica di Direttore nel Dipartimento monetario ed economico dal 1965 fino alla data del suo collocamento in pensione nel 1976.



## CONCLUSIONI.

Le analogie storiche possono costituire un utile strumento per impostare una discussione intorno a problemi di politica economica, a patto che esse non siano spinte al punto da divenire fuorvianti. E' questo un principio che occorre tenere presente qualora si fosse tentati di stabilire rigidi paralleli fra la primavera del 1979 e l'inverno 1973-74. Il petrolio ha subito un forte rincaro; i prezzi in dollari delle materie prime industriali sono saliti di oltre un terzo nello spazio di un anno; conseguentemente sono peggiorate le ragioni di scambio dei paesi industriali ed in essi ha ripreso slancio l'inflazione; infine, i mercati dei cambi sono appena usciti da un periodo di violente perturbazioni.

Le differenze restano tuttavia profonde. Nel 1979 il mondo industrializzato dell'Occidente non si trova al termine di un lungo periodo di rapida espansione culminante in una situazione di *boom* economico generalizzato; al contrario, in molti paesi permangono seri problemi di disoccupazione. Sul piano dell'economia internazionale, la struttura dei conti con l'estero ha iniziato recentemente a muoversi nella giusta direzione e, rispetto al 1974, molti importanti paesi industriali si trovano in una posizione assai migliore per affrontare le conseguenze, in termini di bilancia dei pagamenti, di un'eccedenza dell'OPEC. Inoltre, sappiamo ora per esperienza che anche forti squilibri nei pagamenti correnti possono essere finanziati senza eccessivi inconvenienti dal sistema bancario internazionale. D'altra parte, nel 1979 la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti si trova in una posizione più precaria che nel periodo 1973-74.

Nonostante queste marcate differenze fra il 1979 ed il 1973-74, un raffronto è tuttavia giustificato dal fatto che in entrambi i periodi la rapida ascesa dei prezzi all'importazione ed il deterioramento delle ragioni di scambio hanno contemporaneamente sottoposto i paesi industriali a spinte inflazionistiche (in termini di costi), ad impulsi deflazionistici (in termini di domanda) e ad una perdita di reddito reale, benché nel 1979 questi influssi siano stati finora assai più deboli che nel 1973-74, così come sono state di minore intensità, con la notevole eccezione degli Stati Uniti, le tendenze inflazionistiche di natura endogena. L'impennata nei prezzi dei prodotti primari pare essere dovuta all'accelerarsi dello sviluppo in alcuni paesi europei, in un momento in cui il ritmo sostenuto dell'economia statunitense aveva già fatto lievitare la domanda di materie prime ad uso industriale. Il rincaro del petrolio è ovviamente in gran parte imputabile a "shock esterni", come la contrazione nelle forniture iraniane e la particolare rigidità dell'inverno, che hanno ancora una volta dimostrato come il mondo industrializzato sia reso vulnerabile dalla forte dipendenza dal petrolio di importazione per il soddisfacimento del suo fabbisogno di energia.

Il sommarsi del rilancio della crescita economica in Europa all'espansione in corso nel Nord America ed in Giappone è ancora ben lontano dalla situazione di *boom* sincronizzato degli anni 1972-73. Nondimeno il mondo occidentale è ora posto di fronte a problemi di politica economica che, seppure su scala minore, non sono dissimili da quelli emersi in seguito alla crisi petrolifera del 1973-74; e ciò, in un contesto caratterizzato da aspettative inflazionistiche sopravvissute ad un lungo periodo di sottoimpiego dei fattori produttivi, da una ripresa economica europea

ancora ad uno stadio iniziale e quindi non del tutto consolidata, e dal permanere infine di una bilancia delle partite correnti deficitaria nel principale paese a moneta di riserva.

Forse la via migliore per illustrare l'attuale dilemma di politica economica internazionale è quella di delineare le due situazioni estreme a cui potranno far capo gli sviluppi nell'immediato futuro.

Nell'ipotesi ottimistica, l'alta congiuntura degli Stati Uniti si estingue naturalmente e senza scosse, compiendo una sorta di "atterraggio morbido". Si potrebbe anche supporre, più realisticamente, che l'economia degli Stati Uniti passi ad una fase di leggera recessione. Gli effetti di una siffatta evoluzione sul livello dei prezzi interni sarebbero percepiti soltanto gradualmente, mentre l'impatto sulla bilancia commerciale americana e sui prezzi internazionali delle materie prime sarebbe pressoché immediato. Il raffreddamento della congiuntura potrebbe persino avere un'azione moderatrice sul prezzo effettivo del petrolio. E' presumibile che questi influssi esterni avrebbero a loro volta due importanti conseguenze. Da un lato essi consoliderebbero la ripresa del dollaro, ponendo fine — almeno temporaneamente — al processo di diversificazione a favore di altre valute. Dall'altro, l'allentarsi delle tensioni sui mercati delle materie prime e del petrolio attenuerebbe le spinte inflazionistiche esogene negli altri paesi industriali ed in particolare, si auspica, in Germania e in Giappone, benché ovviamente questo effetto di smorzamento sui prezzi all'importazione possa essere in parte annullato dalla persistente sostenutezza del dollaro. Nel complesso, questi due importanti paesi, che hanno sinora seguito politiche improntate in senso decisamente antinflazionistico, si sentirebbero entrambi meno inhibiti a consentire un'espansione della domanda interna. In termini estremamente semplificati, l'inflazione mondiale indotta dagli Stati Uniti non "soffocherebbe" lo sviluppo giapponese e tedesco. Al tempo stesso però questi paesi dovrebbero accollarsi una maggiore responsabilità nell'assicurare il proseguimento della loro espansione economica. Si addiverrebbe così ad una situazione ottimale: diminuirebbe l'inflazione mondiale, non verrebbe compromesso il processo di aggiustamento delle bilance dei pagamenti, potrebbero essere mantenuti sotto controllo i mercati dei cambi e continuerebbe ad un ritmo moderato lo sviluppo economico nell'insieme dei paesi industrializzati dell'Occidente.

Nell'ipotesi pessimistica, l'assunto centrale è che l'alta congiuntura degli Stati Uniti degeneri in un vero e proprio *boom* inflazionistico "surriscaldato". In tale contesto ci sarebbe da attendersi che continuino a crescere ad un ritmo sostenuto i prezzi interni, che persistano le forti tensioni sui prezzi internazionali delle materie prime e del petrolio e che si arresti o addirittura si annulli il miglioramento della bilancia corrente degli Stati Uniti. La rinnovata debolezza del dollaro potrebbe in certa misura isolare i paesi con moneta in apprezzamento dai rincari in termini di dollari dei prodotti primari. E' tuttavia improbabile che tale isolamento possa essere pienamente efficace in un clima di inflazione mondiale. Questi paesi — e in particolare Giappone e Germania — inasprirebbero perciò i provvedimenti restrittivi per evitare che gli impulsi inflazionistici esterni si trasmettano al sistema dei prezzi interni e, così facendo, rallenterebbero la propria espansione economica. Lo sviluppo giapponese e tedesco sarebbe in tal modo "soffocato" dall'inflazione degli Stati Uniti, e ciò tenderebbe a vanificare il processo di aggiustamento esterno messi in moto circa un anno fa. Verrebbe così a configurarsi la peggiore situazione possibile: nuove perturbazioni valutarie ed inflazione mondiale, culminanti, con il collasso del lungo *boom* inflazionistico degli Stati Uniti, in una grave recessione mondiale.

Va da sé che nessuna di queste due ipotesi estreme ha molte probabilità di verificarsi; e, data l'imprevedibilità dell'evoluzione congiunturale di breve periodo in un'economia mondiale sempre più esposta a "shock esterni", sarebbe persino difficile immaginare se la realtà dei fatti si accosterà più alla prima o alla seconda ipotesi, oppure se comprenderà semplicemente elementi di entrambe. L'unico merito di questa contrapposizione accademica è di attirare l'attenzione dei responsabili delle politiche economiche sulla desiderabilità dell'ipotesi ottimistica e sui pericoli insiti in quella pessimistica. Qual è l'azione da intraprendere per evitare che l'economia mondiale scivoli verso quest'ultima, anziché evolversi nel senso desiderato?

Innanzitutto i paesi occidentali dovrebbero attuare una drastica politica di riduzione delle importazioni di petrolio. Come rilevato nella Relazione dello scorso anno, ciò potrebbe realizzarsi attraverso provvedimenti di risparmio energetico di carattere generale e mediante lo sviluppo della produzione di petrolio interna o delle fonti di energia alternative. Considerate la dimensione e l'urgenza del problema, si dovranno probabilmente seguire tutte e tre le vie. Non sarebbe molto rilevante se i risultati dovessero prodursi solo a medio o lungo termine. Il semplice fatto che vi sia un'azione risoluta in tal senso, e che essa venga *percepita* come tale, potrebbe avere effetti nel breve periodo sull'offerta e quindi sul prezzo del petrolio.

In secondo luogo, è di vitale importanza che, in assenza di sintomi inequivocabili di un raffreddamento della congiuntura negli Stati Uniti, cioè in assenza dell'"atterraggio morbido" dianzi auspicato, l'onere dei provvedimenti restrittivi sia assunto in misura ben maggiore dagli Stati Uniti stessi che non dai paesi tradizionalmente eccedentari. Invero, dallo scorso autunno la politica monetaria americana ha assunto un atteggiamento più restrittivo e ciò ha probabilmente contribuito al vigore manifestato dal dollaro nel periodo successivo. Ma essa può essere considerata sufficientemente restrittiva per un'economia in cui l'inflazione procede a ritmo crescente? Dopo tutto, negli Stati Uniti i tassi di interesse reali sono a malapena positivi, mentre in diversi altri paesi industriali essi sono a livelli alquanto elevati. E si può considerare sufficientemente restrittiva la politica fiscale degli Stati Uniti, allorché al culmine della fase ascendente del ciclo economico il bilancio della pubblica amministrazione permane in disavanzo, anche se questo è invero di proporzioni assai inferiori rispetto al passato?

Se per una combinazione di circostanze fortunate e di corrette politiche economiche l'economia mondiale dovesse far rotta più verso l'ipotesi ottimistica, si verrebbe a costituire un contesto favorevole per far fronte a gran parte degli attuali problemi monetari internazionali, analizzati nella parte centrale della Relazione: i problemi interrelati della rapida crescita delle riserve valutarie ufficiali e della posizione di supremazia dei mutuatari sui mercati del credito bancario internazionale; il consolidamento e l'ulteriore evoluzione dello SME; l'eccesso incombente di dollari e la diversificazione delle riserve ufficiali. Questi problemi diverrebbero per contro irrisolvibili se l'economia mondiale dovesse approssimarsi ad una situazione recante i tratti principali dell'ipotesi pessimistica.

Volendo considerare in primo luogo i problemi interrelati della crescita delle riserve internazionali e della posizione di supremazia dei mutuatari sui mercati del credito bancario internazionale, si può presumere che — come è stato osservato nel Capitolo VII — un miglioramento radicale della bilancia dei pagamenti statunitense costituirebbe una condizione necessaria ed ampiamente sufficiente alla loro

soluzione. Se le partite correnti degli Stati Uniti dovessero migliorare al punto di generare un'eccedenza tale da compensare i deflussi netti per investimenti diretti all'estero, la posizione netta di riserva del resto del mondo cesserebbe di accrescersi, se si astrae dal modesto incremento dovuto alle assegnazioni di DSP. Se, in aggiunta a ciò, la politica monetaria americana mantenesse un indirizzo abbastanza restrittivo da scoraggiare la concessione di credito all'estero da parte delle banche statunitensi, anche la creazione di riserve lorde risulterebbe decisamente rallentata. In effetti, il miglioramento simultaneo delle partite correnti e dei movimenti di capitali della bilancia dei pagamenti statunitense ridurrebbe inoltre la posizione di vantaggio dei mutuatari nel settore dell'eurodollaro del credito bancario internazionale. Ciò avverrebbe per due ragioni: in primo luogo, *ceteris paribus*, il capovolgimento nella posizione esterna di parte corrente degli Stati Uniti accrescerebbe il fabbisogno di finanziamento del resto del mondo; in secondo luogo, le perdite di riserve negli altri paesi agirebbero nel senso di assorbire la liquidità in eccesso e di ridurre gli incentivi alla concessione di crediti all'estero da parte delle banche dei paesi eccedentari.

Per quanto riguarda lo SME, i primi mesi di funzionamento sono stati indubbiamente favoriti dalla maggiore calma sui mercati dei cambi e, in particolare, dall'inversione di flusso dei fondi speculativi, in fase di ritorno dalle monete "forti" al dollaro. Un'evoluzione nel senso dell'ipotesi ottimistica creerebbe un contesto favorevole ad ulteriori progressi, mentre è probabile che una nuova crisi del dollaro sottoponga a forti tensioni la struttura dei cambi intracomunitari.

Il consolidamento e l'ulteriore sviluppo dello SME richiedono tuttavia qualcosa di più che non la semplice assenza di nuove crisi del dollaro. Richiedono innanzitutto che, quali che siano le correzioni dei tassi centrali divenute inevitabili in conseguenza dei differenti andamenti delle variabili economiche nei paesi partecipanti, la procedura di aggiustamento dei tassi di cambio sia decisa ed attuata in modo fluido e rapido, senza offrire, per quanto possibile, facili opportunità di lucro agli speculatori. La storia più recente di quello che è stato il "serpente" fornisce elementi incoraggianti a tale riguardo. Occorre tuttavia prendere atto che a tali decisioni si frappongono ostacoli superabili soltanto con una combinazione di volontà politica, di competenza tecnica e di circostanze favorevoli.

Il buon funzionamento dello SME richiede in secondo luogo l'attuazione di politiche economiche che conducano alla stabilizzazione dei tassi di cambio. Nel breve periodo la politica monetaria può certamente svolgere un ruolo efficace a tale riguardo, poiché i differenziali dei tassi di interesse si sono dimostrati alquanto capaci di controbilanciare l'impatto sui tassi di cambio delle differenze in termini di inflazione. Ma sarebbe illusorio ritenere che tali differenziali possano stabilizzare i rapporti di cambio nel lungo periodo. Inoltre, l'esperienza recentemente acquisita con l'adozione di obiettivi monetari in paesi dotati di un'avanzata e complessa struttura finanziaria, come gli Stati Uniti, dimostra che sarebbe altrettanto pericoloso credere che la fissazione di obiettivi comparabili per l'evoluzione degli aggregati monetari — ammesso che ciò sia politicamente fattibile — sarebbe di per sé sufficiente a determinare un'adeguata convergenza dei tassi di inflazione ed a condurre nel contempo a tassi di cambio stabili. La coordinazione delle politiche economiche dovrebbe infatti comprendere un ambito assai più esteso di quello, di per sé limitato, della politica monetaria.

Infine, l'economia mondiale richiede una situazione che si avvicini all'ipotesi ottimistica, se si vorrà trovare una graduale soluzione ai problemi posti dall'eccesso incombente di dollari e, in particolare, dalla tendenza a diversificare le riserve valutarie ufficiali a scapito della moneta americana.

Nella sua accezione più ampia, l'eccesso incombente di dollari riflette il desiderio dei detentori statunitensi ed esteri di disponibilità finanziarie in dollari di diversificare il loro portafoglio mediante l'acquisizione di attività denominate in altre monete. Questo desiderio è sorto in parte come naturale conseguenza del graduale declino dell'importanza relativa degli Stati Uniti nell'economia mondiale in termini di prodotto nazionale e di scambi commerciali, nonché come centro finanziario; un declino che è semplicemente la contropartita dell'accresciuta importanza relativa del Giappone, della Germania e degli altri paesi maggiori. L'aspirazione a diversificare le proprie disponibilità è stata accentuata dalle perturbazioni valutarie e dal deprezzamento del dollaro nei confronti di altre monete di riserva. La diversificazione delle riserve ufficiali rappresenta soltanto un aspetto specifico del problema generale. Le banche centrali hanno variato la composizione delle riserve valutarie per adeguarla alla struttura per monete dell'indebitamento esterno e dell'interscambio commerciale, nonché per ragioni di prudente gestione delle proprie attività. Vi sono chiare indicazioni di un movimento tendenziale in questa direzione, quanto meno nel caso delle banche centrali che non hanno acquisito nuove disponibilità in dollari nel contesto di una deliberata politica di sostegno della moneta americana. La tendenza potrà farsi più marcata se le autorità degli Stati Uniti decideranno di costituire proprie riserve in valuta estera, in quanto, per definizione, tali riserve dovranno essere detenute in monete diverse dal dollaro.

Questa evoluzione fa nascere alcune questioni spinose sulla sorte, in un futuro più o meno remoto, degli assetti monetari internazionali. La più rilevante è se il naturale passaggio ad un sistema a moneta di riserva multipla sia da riguardare come un fatto desiderabile, oppure se sia preferibile sostituire con DSP le disponibilità ufficiali in dollari. Non vi sono facili risposte al riguardo: innanzitutto, poiché le scelte non dipendono ovviamente soltanto dalla desiderabilità, ma anche dalla realizzabilità delle soluzioni; in secondo luogo, poiché una soluzione non esclude necessariamente l'altra; infine, perché nel valutare l'auspicabilità di una delle due linee di azione, la base di riferimento non è un sistema a moneta di riserva unica ben funzionante, ma un sistema disorganico che già comprende di fatto sia elementi di una pluralità di monete di riserva, sia i diritti speciali di prelievo.

Qualunque sia la risposta, un fatto emerge chiaramente in questo frangente: né il problema generale dell'eccesso di dollari, né quello più specifico della diversificazione delle riserve ufficiali, possono essere risolti in modo soddisfacente senza che sia ristabilita su base duratura la fiducia nel dollaro. Questa affermazione ha due implicazioni: innanzitutto, che un tasso di inflazione degli Stati Uniti sensibilmente superiore a quello degli altri maggiori paesi industriali sarebbe destinato ad accelerare la tendenza di fondo alla diversificazione a scapito del dollaro; in secondo luogo, che un ampio e persistente disavanzo nei pagamenti correnti degli Stati Uniti, aggravato da deflussi di capitali, aggiungerebbe un problema di "flusso" al problema di "stock" relativamente alle disponibilità in dollari dei non residenti. Un processo di diversificazione a tale ritmo e di tali dimensioni diverrebbe insostenibile. Nessun espediente istituzionale sarebbe in grado di far fronte alla situazione e non resterebbe altra scelta

che accettare l'anarchico svilupparsi di nuovi centri di riserva; e ciò non sarebbe nell'interesse di alcuno.

Un ulteriore miglioramento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti farebbe senz'altro sorgere problemi di politica economica per gli altri paesi occidentali. Essi non potrebbero combattere l'inflazione facendo affidamento sull'apprezzamento delle proprie monete rispetto al dollaro; al tempo stesso essi dovrebbero perseguire indirizzi di politica economica destinati a favorire, anziché ostacolare, il processo di aggiustamento internazionale. Ciò potrebbe rivelarsi un compito difficile in presenza di un crescente avanzo dell'OPEC. Nel complesso, tuttavia, il ripetersi di una crisi del dollaro pari a quella del 1978 avrebbe immediatamente effetti dirompenti di portata ben maggiore delle difficoltà emergenti in seguito al ristabilimento della fiducia nel dollaro.

La conclusione di massima a cui perviene la presente Relazione può pertanto riassumersi in due punti. In primo luogo, al fine sia di conseguire uno sviluppo meno inflazionistico dell'economia mondiale, sia di contribuire alla soluzione di alcuni degli attuali problemi del sistema monetario internazionale, è necessario un ulteriore miglioramento della bilancia dei pagamenti statunitense. In secondo luogo, tale miglioramento, se e quando si manifesterà, imporrà ai paesi a moneta forte l'onere di seguire politiche che rendano sopportabile alla propria economia ed a quella degli altri paesi la variazione nel saldo della bilancia dei pagamenti americana ed il connesso rallentamento della congiuntura negli Stati Uniti. E' questo un compito impegnativo che si pone alla coordinazione delle politiche economiche fra i paesi industriali dell'Occidente, compito le cui possibilità di successo possono forse apparire tenui alla luce della passata esperienza. Ma qual è l'alternativa?

RENÉ LARRE

Direttore Generale

**BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE**

**AL 31 MARZO 1979**

(Prima e dopo la ripartizione

## Franchi oro

Oro	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	4.986.630.778
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	...	...									93.015.952
Buoni del Tesoro	...	...	...	...	...	...	...	...	...		1.284.678.208
Depositi vincolati e anticipazioni											
Fino a 3 mesi	...	...	...	...	...	...	...	...	...	34.434.042.155	
Ad oltre 3 mesi	...	...	...	...	...	...	...	...	...	<u>24.242.827.905</u>	58.676.870.060
Altri titoli											
Fino a 3 mesi	...	...	...	...	...	...	...	...	...	1.773.808.116	
Ad oltre 3 mesi	...	...	...	...	...	...	...	...	...	<u>2.493.989.919</u>	4.257.798.035
Partite varie	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	1.109.621.163
Terreno, immobili ed arredi	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	1
											<u>70.408.614.197</u>

**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 in base all'equivalenza 1 franco oro = \$USA 0,394 1...; per la conversione di 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 1979 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 325.834.663 franchi oro.



**31 MARZO 1979**

dell'utile netto dell'esercizio)

**PASSIVO**

										Prima della ripartizione	Dopo la ripartizione
										Franchi oro	Franchi oro
<b>Capitale</b>											
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna						1.500.000.000					
Emesso: 481.125 azioni ... ..						1.202.812.500					
Liberato per il 25% ... ..							300.703.125				300.703.125
<b>Riserve</b>											
Fondo di riserva legale ... ..						30.070.313					30.070.313
Fondo di riserva generale ... ..						519.847.193					576.247.193
Fondo speciale di riserva per i dividendi ... ..						75.175.781					83.175.781
Fondo di riserva libero ... ..						567.118.200					643.718.200
							1.192.211.487				1.333.211.487
<b>Depositi (in oro)</b>											
Banche centrali											
A vista ... ..						3.907.620.845					
Fino a 3 mesi ... ..						49.449.781					
Ad oltre 3 mesi ... ..						8.611.110					
Altri depositanti											
A vista ... ..						33.082.685					
							3.998.764.421				3.998.764.421
<b>Depositi (in valute)</b>											
Banche centrali											
A vista ... ..						855.352.936					
Fino a 3 mesi ... ..						48.412.926.736					
Ad oltre 3 mesi ... ..						12.555.564.510					
Altri depositanti											
A vista ... ..						72.359.383					
Fino a 3 mesi ... ..						384.774.237					
Ad oltre 3 mesi ... ..						1.687.253.833					
							63.968.231.635				63.968.231.635
<b>Partite varie</b> ... ..										728.127.378	728.127.378
<b>Conto profitti e perdite</b> ... ..										220.576.151	—
<b>Dividendo pagabile il 1° luglio 1979</b> ... ..										—	79.576.151
							70.408.614.197				70.408.614.197

**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, sulla base di quanto indicato alla Nota 1, in modo veritiero e imparziale la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1979, 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, 30 aprile 1979

**PRICE WATERHOUSE & CO.**

## CONTO PROFITTI E PERDITE

### per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1979

	Franchi oro
Interessi netti e altri redditi ... ..	297.388.044
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione ... ..	843.503
Direzione e personale ... ..	53.069.564
Funzionamento degli uffici e altre spese ... ..	<u>21.182.768</u>
	<u>75.095.835</u>
Risultato netto di gestione ... ..	222.292.209
meno: Importo devoluto all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione ... ..	<u>1.716.058</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1979 ... ..	220.576.151

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: 110 franchi svizzeri per azione, su 481.125 azioni ... ..	79.576.151
	<u>141.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva generale ... ..	56.400.000
	<u>84.600.000</u>
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi ... ..	8.000.000
	<u>76.600.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva libero ... ..	76.600.000
	<u>76.600.000</u>

### Variazioni nell'Accantonamento per immobili durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1979

	Franchi oro
Saldo al 1° aprile 1978 ... ..	24.932.478
più: Differenze di cambio ... ..	2.843.833
	<u>27.776.311</u>
meno: Ammortamento delle spese sostenute ... ..	18.755.841
Saldo al 31 marzo 1979, compreso nelle Partite varie (Passivo) ... ..	<u>9.020.470</u>

## CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Dott. J. Zijlstra, Amsterdam      Presidente del Consiglio di amministrazione,  
Presidente della Banca

The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, Londra  
Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Barone Ansiaux, Bruxelles  
Prof. Paolo Baffi, Roma  
Bernard Clappier, Parigi  
Dott. Otmar Emminger, Francoforte  
Dott. Fritz Leutwiler, Zurigo  
Carl-Henrik Nordlander, Stoccolma  
Dott. Antonino Occhiuto, Roma  
The Rt. Hon. Gordon Richardson, Londra  
Dott. Johann Schöllhorn, Kiel  
Cecil de Strycker, Bruxelles

### Sostituti

Georges Janson, Bruxelles  
Christopher W. McMahon, Londra, oppure  
M. J. Balfour, Londra  
Karl Otto Pöhl, Francoforte, oppure  
Dott. Leonhard Gleske, Francoforte  
Dott. Mario Sarcinelli, Roma, oppure  
Dott. Giovanni Magnifico, Roma  
Marcel Théron, Parigi, oppure  
Gabriel Lefort, Parigi

## DIREZIONE

René Larre	Direttore Generale
Dott. Günther Schleiminger	Condirettore Generale
R. T. P. Hall	Capo del Dipartimento bancario
Prof. Alexandre Lamfalussy	Consigliere Economico, Capo del Dipartimento monetario ed economico
Dott. Giampietro Morelli	Segretario Generale, Capo di Dipartimento
Maurice Toussaint	Direttore
Prof. Dott. F. E. Klein	Consigliere Giuridico

---

Robert Chaptinel	Direttore Supplente
Dott. Warren D. McClam	Direttore Supplente
M. G. Dealtry	Direttore Supplente
R. G. Stevenson	Condirettore
Rémi Gros	Condirettore
André Bascoul	Condirettore
Paul A. Hauser	Condirettore
Joachim Mix	Condirettore
Dott. H. W. Mayer	Condirettore