

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

CINQUANTESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1979 - 31 MARZO 1980

BASILEA

9 giugno 1980

INDICE

	Pagina
Introduzione	I
I. La nuova crisi del petrolio e la recrudescenza dell'inflazione: il 1974 si ripete?	3
Elementi di forza nell'economia mondiale (p. 4); gli aspetti problematici (p. 7).	
II. Inflazione e disoccupazione	9
L'aggravarsi dell'inflazione mondiale (p. 10); i fattori internazionali di inflazione (p. 13); tassi di cambio, prezzi all'importazione e all'esportazione e ragioni di scambio (p. 16); perturbazioni di origine esterna ed aggiustamenti dei salari e dei prezzi interni (p. 18); l'evoluzione delle strategie antinflazionistiche (p. 24); i problemi della disoccupazione e della produttività (p. 31).	
III. Domanda, produzione e politica fiscale	34
La produzione e le componenti della domanda (p. 34); la propensione al risparmio delle Famiglie e la recrudescenza dell'inflazione (p. 40); le pressioni relative della domanda e l'aggiustamento esterno (p. 41); la politica fiscale (p. 45); la seconda crisi del petrolio (p. 49); produttività e investimenti (p. 54).	
IV. La politica monetaria in un contesto mutevole	58
La manovra monetaria e l'inflazione in una prospettiva di lungo periodo (p. 59): gli aggregati monetari (p. 59), i tassi di interesse (p. 62); la politica monetaria e gli sviluppi dei parametri finanziari nel 1979-80 (p. 64): la recente evoluzione dei tassi di interesse (p. 64), la politica monetaria e l'espansione dell'offerta di moneta (p. 68), il credito bancario e l'evoluzione della situazione monetaria (p. 72), i flussi creditizi e le posizioni finanziarie dell'Economia (p. 75); l'evoluzione delle tecniche di politica monetaria (p. 79).	
V. Le bilance dei pagamenti internazionali	84
Il petrolio e la bilancia dei pagamenti internazionali (p. 84): il rincaro del petrolio nel 1979 e la sua incidenza sull'insieme delle bilance dei pagamenti (p. 84), gli aggiustamenti nelle bilance delle partite correnti in seguito alla crisi petrolifera del 1973-74 (p. 86); l'evoluzione delle bilance dei pagamenti dei paesi industriali nel 1979 (p. 90): paesi in cui nel 1979 si è registrato un rilevante grado di aggiustamento (p. 91), paesi in cui la situazione della bilancia dei pagamenti è peggiorata nel 1979 (p. 96), l'andamento delle bilance dei pagamenti negli altri paesi del Gruppo dei Dieci (p. 100); il finanziamento degli squilibri globali di parte corrente (p. 103): l'impiego delle eccedenze disponibili dei paesi esportatori di petrolio (p. 103), il finanziamento dei disavanzi correnti dei diversi gruppi di paesi importatori di petrolio (p. 104).	

VI. I mercati internazionali del credito e dei capitali 109

I principali andamenti (p. 109); i fattori fondamentali (p. 111); il ruolo del settore bancario internazionale nel riciclaggio delle eccedenze OPEC (p. 116); il dibattito fra le banche centrali sui problemi dell'attività bancaria internazionale (p. 117); andamento complessivo dei flussi bancari internazionali: fonti e impieghi (p. 120); gli sviluppi nei centri bancari europei (p. 124): *composizione per valute* (p. 124), *il ruolo dei singoli centri del mercato* (p. 126), *dimensione netta dell'euromercato* (p. 129); gli sviluppi nei centri bancari extra-europei (p. 131): *banche negli Stati Uniti* (p. 131), *filiati di banche USA nei centri offshore* (p. 131), *banche giapponesi* (p. 132); l'andamento dei mercati obbligazionari internazionali (p. 132).

VII. La scena monetaria internazionale 137

L'andamento dei tassi di cambio (p. 137); valutazione degli sviluppi in campo valutario successivi al novembre 1978 (p. 147); la produzione e il mercato dell'oro (p. 149); la liquidità internazionale (p. 152); le riserve globali e la loro composizione: situazione attuale e prospettive (p. 158).

VIII. Le attività della Banca 161

Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 161); operazioni del Dipartimento bancario (p. 162): *passivo (composizione delle risorse)* (p. 164), *attivo (utilizzo delle risorse)* (p. 168), *operazioni a termine in oro* (p. 170); ripartizione dell'utile netto (p. 170); le funzioni della Banca come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali (p. 171); la Banca come Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio (p. 173); la Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (p. 174); cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (p. 176).

Conclusioni 179

* *
 *

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1980.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati con un asterisco)

	Pagina
Inflazione e disoccupazione	
Inflazione misurata dai prezzi al consumo*	10
Prezzi all'ingrosso e al consumo	11
Produzione industriale e prezzi al consumo nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera*	12
Produzione industriale e prezzi internazionali*	14
Prezzi dei prodotti primari a mercato mondiale: indici "Economist", espressi in DSP*	15
Variazioni nei valori unitari delle importazioni e delle esportazioni per i paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera	17
Grado di apertura al commercio internazionale	19
Prezzi dei prodotti scambiati con l'estero, salari e prezzi al consumo*	20
Ritribuzioni reali nell'industria	21
Inflazione e disoccupazione*	23
Tassi di disoccupazione	31
Occupazione e produttività del lavoro	32
Domanda, produzione e politica fiscale	
Produzione industriale*	35
Maggiori paesi industriali: dinamica del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti e delle sue componenti	36
Altri paesi industriali: dinamica del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti e delle sue componenti	38
Quota di risparmio sul reddito disponibile delle Famiglie	40
Reddito e risparmio delle Famiglie negli Stati Uniti	41
Pressioni relative della domanda e saldi dell'interscambio reale con l'estero*	42-43
Saldi finanziari della pubblica amministrazione e disoccupazione	45
Fabbisogno totale di energia e di petrolio in rapporto al prodotto nazionale lordo	52
Paesi dell'OCSE: fabbisogno di petrolio e di energia, ed esportazioni dell'OPEC	52
Prezzo reale al dettaglio della benzina	53
Crescita della produzione e della produttività	54
Grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero	55
Investimenti fissi del settore privato in relazione al prodotto nazionale lordo	56
La politica monetaria in un contesto mutevole	
Espansione della quantità di moneta, variazioni dei prezzi al consumo e prodotto nazionale lordo a prezzi costanti*	60
Tassi di interesse a breve e a lungo termine e variazioni dei prezzi al consumo*	63
Evoluzione recente dei tassi di interesse*	65
Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi effettivi di crescita	69
Aggregati monetari: obiettivi e tassi di crescita*	70
Variazioni nella massa monetaria in senso lato e incidenza relativa delle sue contropartite nel credito interno e nella posizione sull'estero	73
Fondi raccolti sui mercati del credito da soggetti residenti non finanziari	76
Finanziamento della pubblica amministrazione	79

Le bilance dei pagamenti internazionali

Transazioni complessive di parte corrente dei paesi dell'OPEC nel periodo 1973-79	87
Paesi importatori di petrolio: variazioni nelle componenti del saldo commerciale tra il 1973 e il 1978. Stime	89
Componenti dei maggiori aggiustamenti di parte corrente avvenuti nel 1979	91
Germania: movimenti netti identificati di capitali, 1979-80	95
Transazioni internazionali di parte corrente	97
Paesi sviluppati: bilance dei pagamenti, 1978-79	101
Paesi esportatori di petrolio: impiego delle eccedenze disponibili nel periodo 1974-79. Stime	104
Paesi importatori di petrolio: finanziamento del saldo delle partite correnti, nel 1974-78 e nel 1979. Stime	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
Tassi interbancari a tre mesi sui depositi in eurovalute e differenziali rispetto ai tassi interni*	112
Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta, delle banche dell'area dichiarante e di alcune filiali offshore di banche USA	121
Struttura per valute dell'euromercato: attività sull'estero in valuta delle banche europee dichiaranti*	124
Posizioni sull'estero in dollari e in altre valute estere delle banche europee dichiaranti	125
Attività e passività verso l'estero, delle banche dei singoli paesi dichiaranti e di alcune filiali offshore di banche USA	127-128
Fonti e impieghi dei fondi in eurovalute. Stime	130
Emissioni obbligazionarie internazionali	133
Tassi di interesse sui depositi in eurovalute e rendimenti delle obbligazioni in dollari USA e in DM sui mercati internazionali*	134

La scena monetaria internazionale

Tassi di cambio nominali: oscillazioni rispetto al dollaro USA. Indici delle quotazioni a pronti di alcune monete*	139
Tassi di cambio effettivi*	140
Tassi di cambio a pronti nel meccanismo dei tassi di cambio dello SME*	146
Produzione mondiale di oro	149
Fonti e usi dell'oro. Stime	150
Prezzi di mercato dell'oro in barre, in dollari USA e in franchi svizzeri, 1978-80*	151
Variazioni nella composizione delle riserve globali, 1977-79	153
Variazioni nelle riserve globali, 1977-79	155
Depositi ufficiali identificati presso le banche commerciali al di fuori degli Stati Uniti	159

Le attività della Banca

Totali di bilancio negli ultimi dieci esercizi finanziari	164
Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi dieci esercizi finanziari	165
Origine delle risorse finanziarie esterne	167
Scadenza e natura delle risorse finanziarie esterne	167
Composizione delle attività a vista e di altri investimenti	168
Depositi vincolati e anticipazioni e Altri titoli, suddivisi per scadenza	169
Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (Prestito Young)	172
Prestiti garantiti della CECA	174

CINQUANTESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea il 9 giugno 1980

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la cinquantesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1979 e terminato il 31 marzo 1980.

Dopo il trasferimento di franchi oro 3.989.054 all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione", l'utile netto dell'esercizio finanziario ammonta a franchi oro 50.977.378 a fronte di circa franchi oro 44.775.000 del precedente esercizio e di circa franchi oro 38.781.000 dell'esercizio 1977-78. (Per consentire un raffronto con i risultati conseguiti nei tre ultimi esercizi finanziari, gli importi relativi al 1977-78 e al 1978-79 sono stati ricalcolati, con approssimazione al migliaio di franchi oro, secondo la nuova base di conversione, adottata nel giugno 1979, di \$USA 208 per oncia di oro fino.)

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 14.648.234 al pagamento di un dividendo di 110 franchi svizzeri per azione, e la somma di franchi oro 3.329.144 al pagamento di un'assegnazione straordinaria di 25 franchi svizzeri per azione al fine di solennizzare il cinquantesimo anniversario della Banca.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 13.200.000 al Fondo di riserva generale, franchi oro 1.000.000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 18.800.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo complessivo sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1980.

Nelle sue linee generali, il 1979 è stato caratterizzato da una diffusa recrudescenza dell'inflazione, accompagnata da un nuovo *shock* dei prezzi petroliferi e dal forte rincaro delle materie prime a mercato mondiale. Nell'introdurre la Relazione, il Capitolo I pone in rilievo gli elementi di analogia e di disparità tra il presente episodio inflazionistico e quello scaturito dalla prima crisi del petrolio del 1973-74, concludendo che probabilmente le economie industriali dell'Occidente affrontano oggi da una posizione migliore il problema di riportare prontamente sotto controllo questa vampata d'inflazione. Il Capitolo II esamina le origini ed i meccanismi di trasmissione internazionale del recente processo inflazionistico e commenta i più severi indirizzi di politica economica nei confronti dell'inflazione, nonché le nuove strategie adottate per fronteggiarla. Il Capitolo III considera l'incidenza dei mutamenti nelle pressioni relative della domanda sui processi di aggiustamento esterno nei diversi paesi ed esamina altresì i cambiamenti nelle componenti della domanda, le tendenze nei consumi di energia e di petrolio e il rapporto tra investimenti fissi e produttività. Il Capitolo IV ribadisce, sulla base dell'andamento di lungo periodo dell'espansione monetaria, gli elementi positivi già individuati nel Capitolo I a proposito delle prospettive di contenimento dell'inflazione e procede analizzando l'evoluzione delle nuove tecniche di politica monetaria intese a rafforzarne l'efficacia. Passando a considerare la scena economica internazionale, la Relazione pone a raffronto nel Capitolo V i successi relativi conseguiti negli ultimi anni dalle politiche di aggiustamento delle bilance dei pagamenti e prende quindi in esame la ricomparsa di ingenti eccedenze nell'ambito dei paesi esportatori di petrolio, nonché il problema del loro "riciclaggio" verso i paesi in disavanzo. Il Capitolo VI è dedicato ai mercati internazionali del credito e dei capitali, che rappresentano i principali canali di tale riciclaggio ed esamina questi aspetti in relazione agli attuali problemi di gestione dell'euromercato. Il Capitolo VII prende in rassegna la scena monetaria internazionale. In particolare, la prima parte riferisce sugli sviluppi nei mercati dei cambi e dell'oro e sulla produzione aurea; la seconda parte valuta i mutamenti, sia quantitativi che qualitativi, nella liquidità internazionale. Il Capitolo VIII tratta dell'attività della Banca durante l'esercizio finanziario, del Bilancio e dei risultati di gestione. Le Conclusioni della Relazione collocano l'attuale quadro economico mondiale in una prospettiva di lungo periodo, formulando considerazioni di politica economica che insistono su una strategia d'attacco più credibile e più coerente per combattere l'inflazione mondiale.

I. LA NUOVA CRISI DEL PETROLIO E LA RECRUDESCENZA DELL'INFLAZIONE: IL 1974 SI RIPETE?

Due fatti emergono chiaramente dagli sviluppi economici dello scorso anno e dei primi mesi del 1980: un incremento dei prezzi del petrolio che, in termini reali, risulta dello stesso ordine di grandezza di quello del 1973-74, ed una accelerazione dell'inflazione in tutti i paesi industriali. Sotto questo duplice profilo, le analogie con il periodo della prima crisi del petrolio si sono andate accentuando con il passare del tempo, con un crescendo che ha certamente superato le previsioni di un anno fa.

I principali elementi di affinità possono essere delineati nel modo seguente. Il rincaro del petrolio esercita un effetto duplice, ed apparentemente paradossale, sui paesi importatori. Da un lato, esso innalza direttamente il livello dei prezzi. Se ciò avviene in una fase di ripresa congiunturale, l'aumento accelera la tendenza ascendente già in atto. Dall'altro, esso impone un balzello ai paesi importatori di petrolio, ne riduce il reddito reale, ed esercita quindi un'azione contrattiva sulla loro spesa globale. Sul piano internazionale, tali effetti si traducono in un deterioramento delle ragioni di scambio di queste economie ed in un crescente squilibrio delle loro posizioni esterne nei confronti dei paesi esportatori di petrolio.

A prima vista parrebbe quindi che i paesi importatori di petrolio si trovino oggi a dover affrontare lo stesso complesso dilemma di sei anni fa. Essi potrebbero combattere l'inflazione restringendo la domanda e correndo quindi il rischio di accentuare l'inevitabile impatto deflazionistico del rincaro del petrolio. In via alternativa potrebbero optare per il sostegno della domanda interna, alimentando così l'inflazione dei prezzi. Questo dilemma di politica economica interna ha anche un risvolto esterno, ovvero la scelta tra l'aggiustamento, oppure il finanziamento dei disavanzi con l'estero deliberatamente accettati. Nel lungo periodo tutti i paesi dovranno poi affrontare il più ampio problema della scelta delle politiche più consone a promuovere l'aggiustamento di fondo, in termini reali, alla dinamica ascendente dei prezzi dell'energia.

Il risultato globale sarà ovviamente differente a seconda che tutti i paesi optino per lo stesso tipo di politiche ovvero reagiscano in maniera differenziata. Se tutti i paesi dovessero tentare in ugual misura di combattere l'inflazione e di aggiustare le loro posizioni esterne, l'esito probabile sarebbe una recessione mondiale sincrona, una caduta dei tassi di inflazione e una contrazione nell'eccedenza globale dell'OPEC. Per contro, se solo alcuni paesi scegliessero di seguire questo corso, mentre altri sostengono la domanda interna accettando i loro disavanzi con l'estero, la recessione risulterebbe probabilmente meno grave e forse più breve, ma non sarebbe stato compiuto nessun progresso significativo - cioè duraturo - nella lotta all'inflazione. In aggiunta, potrebbero emergere tensioni tra i tassi di cambio dei paesi importatori di petrolio o, peggio ancora, andamenti viepiù divergenti dei tassi di cambio e di inflazione.

Il fatto che per la seconda volta in un decennio il mondo, ed in particolare quello industrializzato importatore di petrolio, debba verosimilmente affrontare lo stesso tipo di problemi induce a ritenere che esso non sia riuscito a risolverli adeguatamente sei anni fa. Si possono addurre due buone ragioni per avvalorare un giudizio così

radicalmente negativo sui risultati conseguiti dalle nostre politiche economiche dopo la crisi petrolifera del 1974.

Anzitutto, ancor prima dell'ultima tornata di rincari del petrolio, l'inflazione — misurata dalle variazioni annue nell'indice dei prezzi al consumo — procedeva mediamente al tasso del 7% circa nei paesi del Gruppo dei Dieci compresa la Svizzera e ad un ritmo ancor più sostenuto se si considera l'intera area OCSE. E dietro questa media si cela una dispersione sempre più accentuata dei tassi di inflazione interni: soltanto i paesi con monete in sensibile apprezzamento erano riusciti a contenere l'inflazione ben al disotto del 10%. Al tempo stesso, anche i prezzi delle materie prime non petrolifere avevano cominciato a salire ad un ritmo insostenibile.

Una seconda ragione che induce al pessimismo potrebbe essere l'improvvisa esplosione dei prezzi del petrolio. Com'è possibile che la crisi delle forniture iraniane abbia scatenato un'ondata, apparentemente inesauribile, di così forti rincari? Questo fatto non prova forse che finora non è intervenuto nessun aggiustamento reale in funzione del prezzo crescente dell'energia? O, ponendo il problema in altri termini, non si potrebbe affermare che la domanda mondiale di petrolio si è mantenuta così sostenuta in rapporto all'offerta da consolidare la posizione di oligopolio dei produttori di petrolio nella determinazione dei prezzi?

Il tema principale che ricorre nella presente Relazione si articola nei seguenti assunti: nella presente situazione vi sono al tempo stesso elementi di forza e di debolezza; la combinazione di questi elementi offre un quadro diverso da quello del 1974; questa differenza consente infine un giudizio meno incondizionatamente pessimistico di quello formulato dianzi. Sebbene le politiche perseguite negli ultimi sei anni siano state lungi dall'essere soddisfacenti in tutti i paesi e sotto tutti i punti di vista, nondimeno l'esperienza passata è servita da lezione e le politiche economiche sono state adeguate, o si stanno adeguando, in conformità. Nel complesso, quindi, la situazione richiede una valutazione più approfondita e forse un po' meno negativa delle prospettive economiche mondiali nell'immediato futuro, rispetto a quella che insiste puramente sulle analogie superficiali tra il 1980 e il 1974.

Elementi di forza nell'economia mondiale.

Una prima serie di considerazioni riguarda le origini e la natura dell'attuale processo inflazionistico nel mondo industriale occidentale (Capitolo II). Tranne che negli Stati Uniti, ed in certa misura in Italia e nel Regno Unito, l'accelerazione nell'aumento dei prezzi al consumo a partire dai primi mesi del 1979 non può essere principalmente attribuita a spinte inflazionistiche endogene. Praticamente in nessun paese gli aumenti salariali, in termini nominali e reali, si sono approssimati anche solo lontanamente ai livelli raggiunti nei primi anni settanta. Assumendo come parametro l'espansione degli aggregati monetari si può certo sostenere che sino ad epoca recente le politiche monetarie non sono state sufficientemente restrittive da consentire una riduzione dei tassi di inflazione a livelli accettabili. Nondimeno, negli ultimi anni l'espansione degli aggregati monetari nella maggior parte dei paesi industriali è stata più lenta che nel periodo precedente la crisi petrolifera del 1973-74 (Capitolo IV). Pertanto, l'attuale accelerazione nell'inflazione dei prezzi al consumo deve essere attribuita, in più ampia

misura che nel 1973-74, agli sviluppi sui mercati internazionali delle materie prime e dell'energia. Ciò non significa tuttavia che le vicende verificatesi su questi mercati debbano essere considerate come perturbazioni esterne *una tantum* imputabili a carenze nell'offerta e a incertezze di natura politica. Tali non sono. Ma pur volendole considerare "endogene" rispetto all'economia mondiale, e anche se tale valutazione dovesse implicare che il mondo industriale nella sua globalità non è in grado di sostenere i tassi di crescita conseguiti nel 1978-79 senza innescare una lievitazione dei prezzi delle materie prime, almeno per un aspetto si può trarre una conclusione abbastanza ottimistica: e cioè che, rispetto al 1973-74, il pericolo di una diffusa spirale ascendente dei prezzi e dei salari è oggi minore.

Un moderato ottimismo è anche giustificato da un secondo ordine di considerazioni, concernenti gli attuali indirizzi di politica economica nei confronti dell'inflazione. A questo riguardo gli elementi di contrasto rispetto al 1973-74 sono ancora più netti e più generali che non nel caso delle origini e dei processi di trasmissione dell'inflazione. Nel 1973-74 i maggiori paesi industriali erano tutt'altro che unanimi nell'assegnare un ruolo prioritario alla lotta all'inflazione: di fatto, la maggioranza di essi optò, almeno temporaneamente, per una politica di sostegno della domanda interna. Lo scorso anno la tendenza predominante delle politiche economiche è stata quella di un marcato orientamento antinflazionistico. Lo si riscontra innanzitutto nel corso decisamente restrittivo assunto dalle politiche monetarie, persino negli Stati Uniti, dove peraltro l'esigenza era più forte (Capitolo II). Ma anche le politiche fiscali sono diventate, o stanno diventando, più restrittive (Capitolo III). Parimenti significativo è il fatto che i principali paesi abbiano dedicato particolare attenzione all'affinamento delle tecniche e degli strumenti operativi di controllo monetario (Capitolo IV). Questo è particolarmente il caso degli Stati Uniti, dove l'insuccesso registrato in passato nel conseguire un adeguato controllo delle variabili monetarie è attribuibile tanto alle deficienze degli strumenti operativi, in un contesto istituzionale rapidamente mutevole e fortemente innovativo, quanto all'insufficiente fermezza nell'atteggiamento delle autorità. Anche altrove i tassi di interesse sono saliti bruscamente per l'effetto combinato di politiche monetarie improntate a maggiore cautela e di cambiamenti nelle tecniche di controllo. In molti paesi questi tassi hanno raggiunto livelli senza precedenti che, se raffrontati all'attuale ritmo di crescita dei prezzi, risultano elevati anche in termini reali.

Un terzo elemento positivo dell'economia mondiale di oggi rispetto a quella del 1974 è rappresentato dalla più equilibrata distribuzione dei disavanzi di parte corrente (Capitolo V). In termini approssimati, quest'anno un terzo del disavanzo che fa da contropartita all'ingente eccedenza OPEC sarà probabilmente localizzato nella Repubblica federale tedesca, in Giappone e negli Stati Uniti, mentre nel 1974 i deficit erano fortemente concentrati in alcuni importanti paesi europei — in particolare Regno Unito e Italia — le cui posizioni esterne erano già deboli ben prima del rincaro del petrolio. In sostanza, se si prescindere dagli Stati Uniti, i più forti disavanzi di parte corrente sono oggi quelli dei due maggiori paesi industriali che negli ultimi anni avevano conseguito i migliori risultati sul fronte dell'inflazione, mentre la posizione esterna dei paesi a più alta inflazione è rimasta relativamente solida. Questa configurazione degli squilibri nei conti con l'estero è stata determinata sia da spostamenti nelle pressioni relative della domanda interna — in parte per effetto di politiche fiscali deliberatamente differenziate — sia dal graduale aggiustamento dell'interscambio in funzione delle precedenti variazioni nei tassi di cambio reali. Ciò conferma in maniera rassicurante l'efficacia delle politiche di aggiustamento delle bilance dei pagamenti.

Nelle attuali circostanze la nuova struttura dei pagamenti dovrebbe risultare profittevole sotto due diversi aspetti. In primo luogo perché, nell'ipotesi che perduri, è improbabile che essa possa scatenare oscillazioni dirompenti dei tassi di cambio paragonabili, per natura ed intensità, a quelle verificatesi sulla scia della prima crisi del petrolio. È opportuno ricordare che gli andamenti divergenti dei tassi di cambio e di inflazione nell'ambito dell'Europa, che posero severissimi problemi ai responsabili delle politiche economiche nel 1976 e nel 1977, traevano origine dalla contrastante reazione iniziale delle varie politiche economiche alla prima crisi del petrolio. A quell'epoca, il paese a più bassa inflazione, la Germania, unitamente al Giappone e agli Stati Uniti, aveva concentrato i suoi sforzi sulla lotta all'inflazione, mentre altri paesi maggiori, tra cui anche gli Stati Uniti a partire dal 1977, avevano annesso maggiore importanza al mantenimento dei livelli di produzione e di occupazione. Il fatto che le politiche tenacemente antinflazionistiche siano state fruttuose, mentre le strategie di compromesso si siano concluse con un fallimento su tutti i fronti, spiega in ampia misura il diffuso orientamento antinflazionistico delle politiche attuali. Come si dirà più innanzi, questo mutamento di indirizzo potrà forse condurre ad altri problemi, ma per il momento contribuisce certamente a prevenire l'insorgere di circoli "viziosi" e "virtuosi" dei tassi di cambio e di inflazione.

In secondo luogo, l'attuale configurazione degli squilibri nei pagamenti rende relativamente più agevole il loro finanziamento. Stati Uniti, Giappone e Germania sono ovviamente mutuatari di massimo affidamento, e la concessione di crediti ad essi alleggerirebbe l'onere del riciclaggio delle banche internazionali. Tuttavia, questi tre paesi non hanno necessariamente bisogno di ricorrere al credito bancario per finanziare i loro disavanzi di parte corrente. La Germania e il Giappone possono attingere alle loro riserve valutarie, come hanno già fatto in misura consistente. Tutti e tre potrebbero poi finanziare i loro disavanzi attraverso l'emissione di titoli denominati nelle rispettive monete, trattando direttamente con i paesi OPEC fortemente eccedentari. In entrambi i casi, il finanziamento avverrebbe senza intermediazione bancaria e non provocherebbe un'ulteriore dilatazione dei bilanci delle banche, le quali verrebbero quindi a disporre di più ampi margini di manovra per il riciclaggio delle eccedenze OPEC a favore di altri paesi in disavanzo.

La scena monetaria internazionale (Capitolo VII) presenta due ulteriori aspetti positivi, che vanno ad aggiungersi, o si ricollegano, a quelli derivanti dall'assetto delle bilance dei pagamenti.

Il primo concerne le riserve sull'estero. Fatta astrazione da quei paesi in cui le precedenti eccedenze avevano consentito di accumulare ingenti disponibilità ufficiali in valuta, il loro livello è generalmente più alto rispetto a sei anni fa, soprattutto se si valutano le riserve auree ai prezzi di mercato. Anche se difficilmente si può sostenere che la liquidità internazionale sia eccessiva — in considerazione delle ampie eccedenze dei paesi OPEC — vi è indubbiamente un certo margine a disposizione per finanziare con le riserve i disavanzi con l'estero. Al tempo stesso, anche il FMI è in una situazione di liquidità molto migliore e lo sarà ancor più quando entrerà in vigore il settimo aumento generale delle quote.

Il secondo elemento di forza è il mutato atteggiamento di gran parte dei paesi industriali nei confronti delle fluttuazioni dei tassi di cambio. Le economie industriali dell'Occidente affrontarono la crisi petrolifera del 1974 nella convinzione, da poco maturata, che i tassi di cambio fluttuanti fossero più congeniali agli anni settanta di

quanto lo fosse il sistema delle parità fisse ma aggiustabili di Bretton Woods. Oggi sappiamo che questo convincimento, nelle sue manifestazioni estreme, risultò molto nocivo. Si deve tuttavia ammettere che sarebbe stato estremamente difficile destreggiarsi attraverso la prima crisi del petrolio con una struttura così rigida dei tassi di cambio come quella cui era pervenuto il sistema di Bretton Woods. Ma è anche vero che in diversi paesi tale nuovo atteggiamento delle autorità in materia di tassi di cambio fu parzialmente responsabile sia dell'insorgere in Europa di circoli "viziosi", sia delle ripetute crisi del dollaro degli ultimi anni. Questo atteggiamento è stato modificato. Vi è ora l'impegno ufficiale ad assicurare la stabilità dei cambi nell'ambito dello SME; e sebbene nessun analogo impegno sia stato assunto al di fuori di esso, i provvedimenti di politica monetaria interna, presi esplicitamente in base a considerazioni di bilancia dei pagamenti, e gli interventi ufficiali su vasta scala mostrano chiaramente che le autorità nazionali tengono in debita considerazione il tasso di cambio.

Infine, sarebbe errato sostenere che finora non sia intervenuto alcun aggiustamento reale al rincaro dell'energia avvenuto nel 1973-74 (Capitolo III). Di fatto, tra il 1973 e il 1978 il risparmio nell'impiego complessivo di energia, rapportato al prodotto nazionale lordo, si aggira sul 2% in Italia, sul 5-8% in Canada, negli Stati Uniti e in Germania e sul 9-12% nel Regno Unito, in Francia e in Giappone. Durante questo stesso periodo il risparmio di petrolio è stato ancora più sensibile in tutti questi paesi, con la sola eccezione degli Stati Uniti dove esso è risultato irrilevante.

In sintesi: più deboli pressioni inflazionistiche di origine endogena nella maggior parte dei paesi, un assetto più equilibrato delle bilance dei pagamenti, il risparmio relativo di energia e di petrolio e, soprattutto, l'impegno ampiamente condiviso di combattere l'inflazione e di promuovere la stabilità dei cambi sono gli elementi positivi presenti nel mondo industriale dell'Occidente che differenziano il 1980 dal 1974.

Gli aspetti problematici.

Peraltro, non tutte le differenze possono essere considerate positive. Vi sono vari motivi di inquietudine e, fra questi, tre in particolare meritano di essere segnalati.

In primo luogo, la particolare posizione degli Stati Uniti, cui si è accennato in precedenza, per quanto concerne l'origine dell'inflazione. Non vi sono molti dubbi sul fatto che la costante crescita dei tassi di inflazione negli Stati Uniti, in atto da oltre tre anni, sia da ascrivere in misura prevalente a pressioni inflazionistiche di origine interna. Questa circostanza, unitamente alla durata del processo di deterioramento del potere d'acquisto della moneta e all'altissimo livello in assoluto degli attuali tassi di inflazione, induce a ritenere che negli Stati Uniti le strategie per riportare sotto controllo l'inflazione dovranno essere attuate con maggior rigore e perseveranza che in altri paesi industriali. E ciò non potrà avvenire senza gravosi aggiustamenti sia negli Stati Uniti sia nel resto del mondo.

Un secondo motivo di preoccupazione è la stessa combinazione degli aspetti positivi nella presente situazione o, più specificatamente, il simultaneo impegno di assegnare un ruolo prioritario alla lotta contro l'inflazione, specie mediante politiche monetarie restrittive, e di assicurare una stabilità relativa dei tassi di cambio.

Su un piano più tecnico, l'accettazione alquanto tardiva di una maggior variabilità dei tassi di interesse - a livelli elevati rispetto ai parametri del passato - potrebbe

rendere temporaneamente piú difficile il coordinamento a livello internazionale delle politiche intese a combattere l'instabilità dei cambi. Nell'agitato clima monetario di oggi, è affatto incerto il modo in cui i mercati interpreteranno le variazioni dei tassi di interesse e dei loro differenziali, e potrebbero presentarsi situazioni in cui interventi ufficiali anche ingenti non sarebbero in grado di evitare improvvise e forti fluttuazioni dei tassi di cambio. Ciò, d'altra parte, è già avvenuto nella primavera di quest'anno.

In termini piú sostanziali, è opportuno però tener presente che la conversione alla dottrina di una maggior stabilità dei tassi di cambio è maturata dall'esperienza generalmente deludente e gravida di implicazioni inflazionistiche, di deprezzamenti eccessivi, e *non* dall'esito insoddisfacente di apprezzamenti "ordinati" e "moderati". Questa concezione asimmetrica, unitamente all'impiego generalizzato di politiche monetarie restrittive e ad alti tassi di interesse nominali, reca in sé i presupposti di un processo di apprezzamenti concorrenziali delle monete che potrebbe sfociare in un grave rallentamento sincrono dell'attività economica mondiale. Volendo esprimere questo timore in termini provocatori, si può affermare che in passato i circoli "virtuosi" sono andati di pari passo con i circoli "viziosi". Di conseguenza, i paesi che intrapresero un tempestivo aggiustamento non frenarono il ritmo di espansione dell'economia mondiale; e quando, in uno stadio successivo, i paesi coinvolti nel circolo "vizioso" furono costretti ad adottare politiche restrittive, i "pionieri" dell'aggiustamento erano ormai disposti a sostenere una dose generosa di espansione interna. Germania e Giappone avrebbero potuto permettersi un'espansione così rapida come quella conseguita di recente se non avessero innanzitutto ridotto i loro tassi di inflazione grazie, almeno in parte, all'apprezzamento delle loro monete?

Un terzo motivo di preoccupazione è il fatto puro e semplice che sono trascorsi sei anni dal 1974, sei anni per molti aspetti assai diversi da quelli che hanno preceduto la prima crisi del petrolio.

Sul piano interno, in tutti i paesi industriali, ad eccezione degli Stati Uniti, l'espansione è stata mediamente molto piú lenta in questo periodo che in precedenza; la tendenza ascendente della spesa per investimenti produttivi si è arrestata; gli incrementi di produttività sono scesi in modo preoccupante, specie negli Stati Uniti; in molti paesi la disoccupazione è rimasta elevata; ed infine, i disavanzi del settore pubblico sono molto piú ampi oggi che nel 1974 e riducono quindi sensibilmente il margine di manovra per politiche fiscali reflazionistiche qualora i governi dovessero farvi ricorso in presenza di una grave recessione.

Un aspetto saliente dell'economia mondiale è la rapida espansione dell'attività bancaria internazionale, nonché l'importante contributo dato dal sistema bancario privato al riciclaggio delle eccedenze OPEC nel 1975-76 e, per tutto il periodo, al finanziamento dei disavanzi con l'estero. Di conseguenza, si è notevolmente ampliata la quota delle operazioni internazionali nei bilanci delle banche, come anche l'esposizione di queste al rischio-paese, sia a livello globale sia in relazione ad alcuni maggiori paesi deficitari. Tra questi spiccano taluni grandi paesi in via di sviluppo con livello intermedio di reddito, il cui indebitamento ha segnato notevoli aumenti. Fino a che punto le banche saranno disposte ad espandere ulteriormente la loro attività internazionale e ad assumersi in misura consistente l'onere del riciclaggio delle nuove eccedenze OPEC, soprattutto dopo il 1980, allorché questa esigenza andrà probabilmente crescendo? E in che misura è opportuno incoraggiarle in questa direzione?

II. INFLAZIONE E DISOCCUPAZIONE.

Nel corso degli ultimi diciotto mesi, per la seconda volta in meno di un decennio, l'inflazione si è gravemente accentuata su scala mondiale. Similmente a quanto avvenuto negli anni 1973-74, gli impulsi perturbatori sono derivati in parte — e in molti paesi in misura addirittura prevalente — da fattori internazionali, di riflesso ai forti rincari dei prodotti primari, e in primo luogo del petrolio. Anche questa volta l'accesso inflazionistico si è strettamente collegato ad un generale rafforzamento della domanda globale, benché la disoccupazione si sia mantenuta su livelli elevati nella maggior parte dei paesi. Inoltre, come accadde nel periodo 1972-73, la forte espansione dell'attività economica a livello globale — forte per lo meno in relazione a quanto i mercati internazionali del petrolio e delle altre materie prime potevano soddisfare a prezzi stabili — è stata in certa misura una conseguenza indesiderata di precedenti sforzi da parte dei paesi industriali di coordinare lo sviluppo, migliorare la struttura del commercio e dei pagamenti con l'estero e di conseguire una maggiore stabilità dei tassi di cambio. Nell'esperienza degli anni 1972-73 il risultato indesiderato fu in parte dovuto alla mancata percezione della forza degli effetti moltiplicativi derivanti da politiche espansive operanti in sincronia. Negli anni 1978-79 le conseguenze sarebbero state meno indesiderate qualora si fosse prodotto, conformemente alle aspettative, un rallentamento dell'attività economica negli Stati Uniti mentre veniva prendendo vigore l'espansione in Europa e in Giappone.

Sebbene il nuovo episodio inflazionistico sia a grandi linee paragonabile a quello del periodo 1972-74, si possono individuare due importanti differenze, fra loro collegate.

In primo luogo, rispetto ad allora, i tassi di crescita dell'offerta di moneta e dei salari reali sono stati finora contenuti entro limiti relativamente ristretti. Benché questa differenza sia in parte spiegata dai più elevati tassi di crescita della produttività conseguiti nella prima parte degli anni settanta, parrebbero esservi ora migliori prospettive di attuare adeguati aggiustamenti dei redditi reali di fronte alle nuove perturbazioni di origine esterna.

In secondo luogo, le politiche economiche attuate in reazione agli sviluppi del periodo 1978-80 hanno palesato alcuni nuovi orientamenti di notevole interesse. Benché con una diversa accentuazione, nella maggior parte dei più importanti paesi sono rilevabili alcune caratteristiche comuni: la decisa priorità attribuita alla lotta contro l'inflazione, concentrando gli sforzi sul contenimento degli effetti secondari dei forti aumenti dei costi di origine esterna; la volontà di assumersi il connesso rischio in termini di rallentamento o di contrazione dell'attività economica; la più marcata enfasi su provvedimenti strutturali di medio periodo tesi a ridurre la disoccupazione incoraggiando l'investimento, la produttività e la mobilità del lavoro; l'adozione di strategie macro-economiche composite, comprendenti una più rigorosa politica di bilancio e, in alcuni casi, politiche dei redditi, ma con l'impiego della politica monetaria come principale strumento restrittivo; in quest'ultimo contesto infine, una maggiore condiscendenza verso elevati tassi di interesse e, in alcuni paesi, il perseguimento di obiettivi monetari, in parte al fine di ridurre le aspettative inflazionistiche.

Nella primavera del 1980 vi erano segni che tali politiche iniziassero a dare frutti, benché i tassi di inflazione interni non avessero ancora mostrato una flessione. L'ulteriore

deciso inasprimento della politica congiunturale negli Stati Uniti in marzo, unitamente ai crescenti sintomi di tendenze recessive nello stesso paese, ha contribuito a provocare una diminuzione nei prezzi di molti prodotti primari a mercato internazionale.

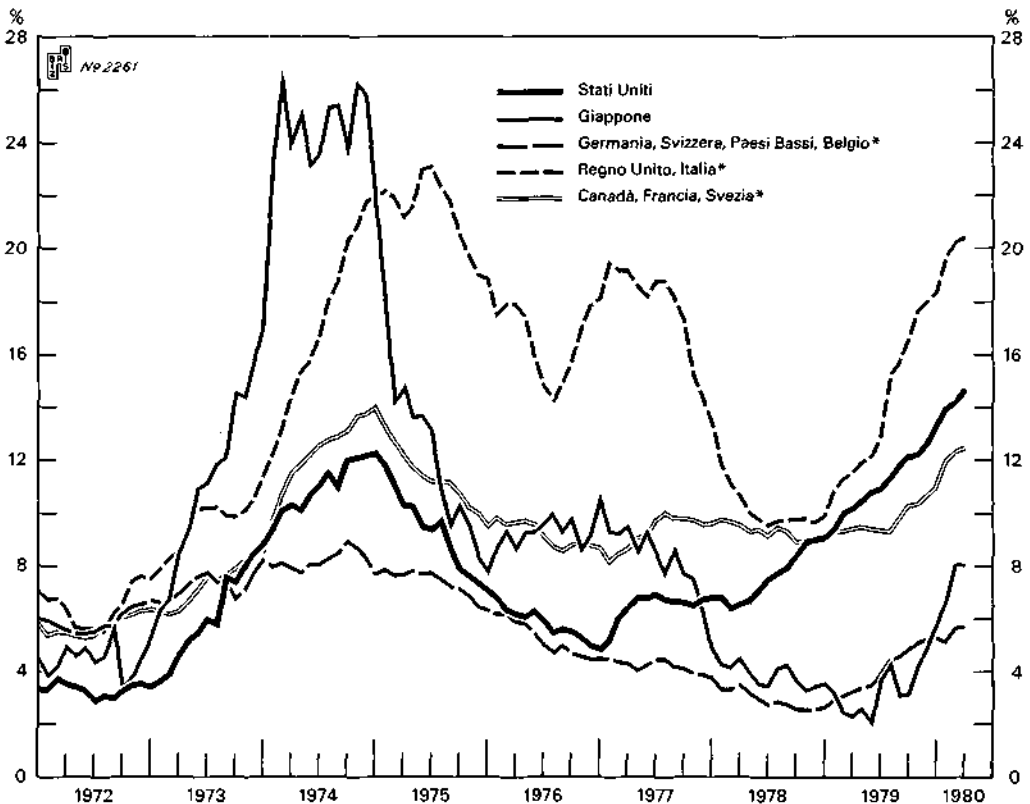
Il presente capitolo tratta della recrudescenza dell'inflazione nei maggiori paesi industriali, cercando di situarla nel quadro dell'evoluzione economica complessiva degli anni settanta. Verranno altresì descritti in forma sintetica i mutamenti intervenuti negli indirizzi e nella strategia di politica economica.

L'aggravarsi dell'inflazione mondiale.

Dopo un ulteriore rallentamento nel 1978 in tutti i paesi industriali eccetto gli Stati Uniti, l'aumento dei prezzi al consumo ha segnato lo scorso anno una brusca e generale accelerazione. Agli inizi del marzo 1980 l'inflazione nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera procedeva al tasso del 12,5% su base media ponderata, rispetto al 7% misurato alla fine del 1978.

Il riacutizzarsi del processo inflazionistico ha avuto inizio negli Stati Uniti (cfr. grafico seguente). L'accelerazione dei prezzi al consumo nei primi mesi del 1977 risentiva in larga misura del rincaro dei prodotti alimentari; infatti, escludendo questi ultimi, il ritmo di inflazione sarebbe stato pressoché uguale a quello del 1976. Nel 1978,

Inflazione misurata dai prezzi al consumo.
Variazioni percentuali su dodici mesi.



*Media ponderate; pesi attribuiti in proporzione ai prodotti nazionali lordi del 1975.

tuttavia, con il protrarsi della fase congiunturale espansiva negli Stati Uniti per il quarto anno consecutivo, il processo inflazionistico ha raggiunto i costi unitari del lavoro assumendo carattere diffuso. Nel 1979 i prezzi al consumo negli Stati Uniti sono saliti di oltre il 13%, ovvero di oltre l'11% se si escludono i costi per l'acquisto ed il finanziamento di abitazioni, che l'indice americano computa in modo insolito. Nei primi mesi del 1980 la dinamica dell'inflazione si è decisamente accentuata. La rimozione graduale dei controlli sui prezzi interni del petrolio, iniziata nel giugno 1979, non ha avuto lo scorso anno effetti di rilievo sui prezzi al consumo; si stima tuttavia che essa comporti un maggiore incremento annuo di circa l'1% del livello dei prezzi al consumo negli anni 1980 e 1981.

Negli altri paesi i prezzi al consumo hanno iniziato ad accelerare fortemente fra la fine del 1978 e gli inizi del 1979. Nel Regno Unito il tasso di inflazione dei prezzi al consumo si è raddoppiato nel corso del 1979, in seguito al cedimento della politica dei redditi del governo laburista nel corso dell'inverno 1978-79 e alla decisione del nuovo gabinetto conservatore di elevare al tasso uniforme del 15% l'imposta sul valore aggiunto, incrementando così direttamente del 3-4% l'indice dei prezzi al consumo verso la metà del 1979. In Italia, lo scorso anno i consumatori hanno dovuto far fronte a tassi di inflazione quasi raddoppiati, portatisi agli inizi del 1980 ad oltre il 20% in ragione d'anno. L'accelerazione dei prezzi al consumo è stata più contenuta in Canada, Francia e Svezia, benché in tutti e tre i paesi l'inflazione abbia raggiunto o quasi la soglia del 10%. Nei paesi europei tradizionalmente a bassa inflazione ed in Giappone, i tassi di crescita dei prezzi al consumo si sono portati al disopra del 5% in ragione annua; peraltro nei primi mesi del 1980 l'indice di inflazione svizzero era nuovamente sceso sotto quel livello.

La diffusa accelerazione dei prezzi al consumo è stata generalmente preceduta da forti aumenti nei prezzi all'ingrosso, iniziati - eccetto che nei paesi con moneta in

Prezzi all'ingrosso e al consumo.

Paesi	Prezzi all'ingrosso ¹					Prezzi al consumo				
	variazioni su periodi di dodici mesi terminanti nel									
	dic. 1976	dic. 1977	dic. 1978	dic. 1979	marzo 1980	dic. 1976	dic. 1977	dic. 1978	dic. 1979	marzo 1980
	in percentuale									
Stati Uniti . . .	3,3	3,7	17,2	17,3	6,1 ¹	4,8	6,8	9,0	13,3	14,7
Regno Unito . .	27,2	1,6	5,2	26,4	25,7 ²	15,1	12,1	8,4	17,2	21,8 ³
Italia	31,4	9,5	9,3	21,1	22,4	21,8	14,9	11,9	19,8	21,2 ³
Canada	5,1	9,2	11,3	15,4	13,4	5,8	9,5	8,4	9,8	9,2 ²
Francia	20,3	0,5	7,2	10,8	7,7	9,9	9,0	9,7	11,8	13,7
Svezia	9,4	10,7	6,4	15,9	17,4	9,6	12,7	7,4	9,8	13,5
Giappone	5,3	-10,4	-9,1	60,5	73,7	10,4	4,8	3,5	5,8	8,0
Germania	4,9	-1,9	0,7	14,5	17,2 ²	3,7	3,5	2,5	5,4	5,8 ²
Svizzera	1,2	-2,8	-3,9	6,1	6,1 ²	1,3	1,1	0,7	5,1	4,1 ²
Belgio	5,5	-2,7	4,1	8,1	8,8	7,6	6,3	3,9	5,1	6,4 ²
Paesi Bassi . . .	3,8	2,5	-6,0	22,8	.	8,5	5,2	3,9	4,8	6,4 ²
Austria	6,8	1,3	1,8	5,3	8,4 ²	7,2	4,2	3,7	4,7	5,9 ²
Danimarca . . .	11,5	5,9	-5,3	54,6	69,2	13,1	12,2	7,2	11,8	13,9
Finlandia	14,1	-3,4	2,3	11,9	14,1 ²	12,3	11,9	6,4	8,6	10,7 ²
Norvegia	8,0	-5,1	0,0	13,5	12,0	8,0	9,1	8,1	4,7	9,0 ²
Irlanda	21,7	10,6	10,4	10,6	.	20,6 ⁴	10,8 ⁴	7,9 ⁴	16,0 ⁴	15,5 ⁴
Spagna	21,7	20,8	5,3	.	.	19,8	26,4	16,4	15,5	16,3

¹Prezzi rilevati in ingresso nel settore manifatturiero, laddove disponibili.

²Aprile.

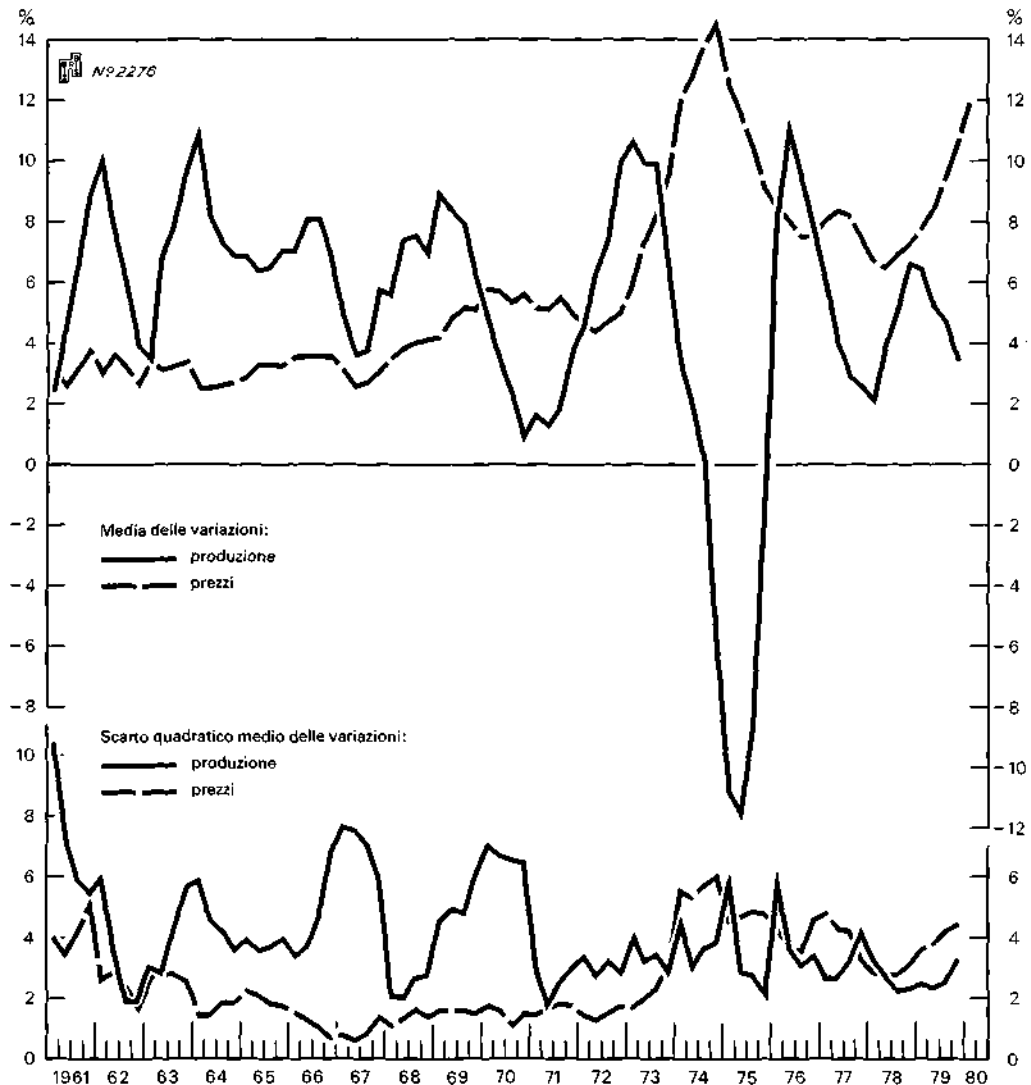
³Febbraio.

⁴Metà trimestre.

apprezzamento - fin dai primi mesi del 1978. Dato il suo carattere di indicatore sintomatico, l'andamento dei prezzi all'ingrosso nella prima parte del 1980 fa ritenere che in molti paesi l'inflazione dei prezzi al consumo non abbia ancora raggiunto il suo culmine.

Il grafico che segue mostra il profilo dell'inflazione in una prospettiva di lungo periodo. Forse l'elemento di maggiore spicco è il contrasto che appare nel diagramma inferiore. Da un lato, la dispersione dei tassi di inflazione fra i paesi industriali, misurata dagli scarti quadratici medi, è sensibilmente aumentata dopo l'avvento dei tassi di cambio fluttuanti agli inizi degli anni settanta. La maggiore divergenza dei tassi di inflazione può essere essenzialmente attribuita alle differenze nelle strategie di politica economica che i vari paesi hanno scelto di attuare nel contesto inflazionistico di questo decennio, e

Produzione industriale e prezzi al consumo nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera.*
Variazioni su quattro trimestri, in percentuale.



*Le medie e gli scarti quadratici medi sono ponderati sulla base dei prodotti nazionali lordi del 1975.

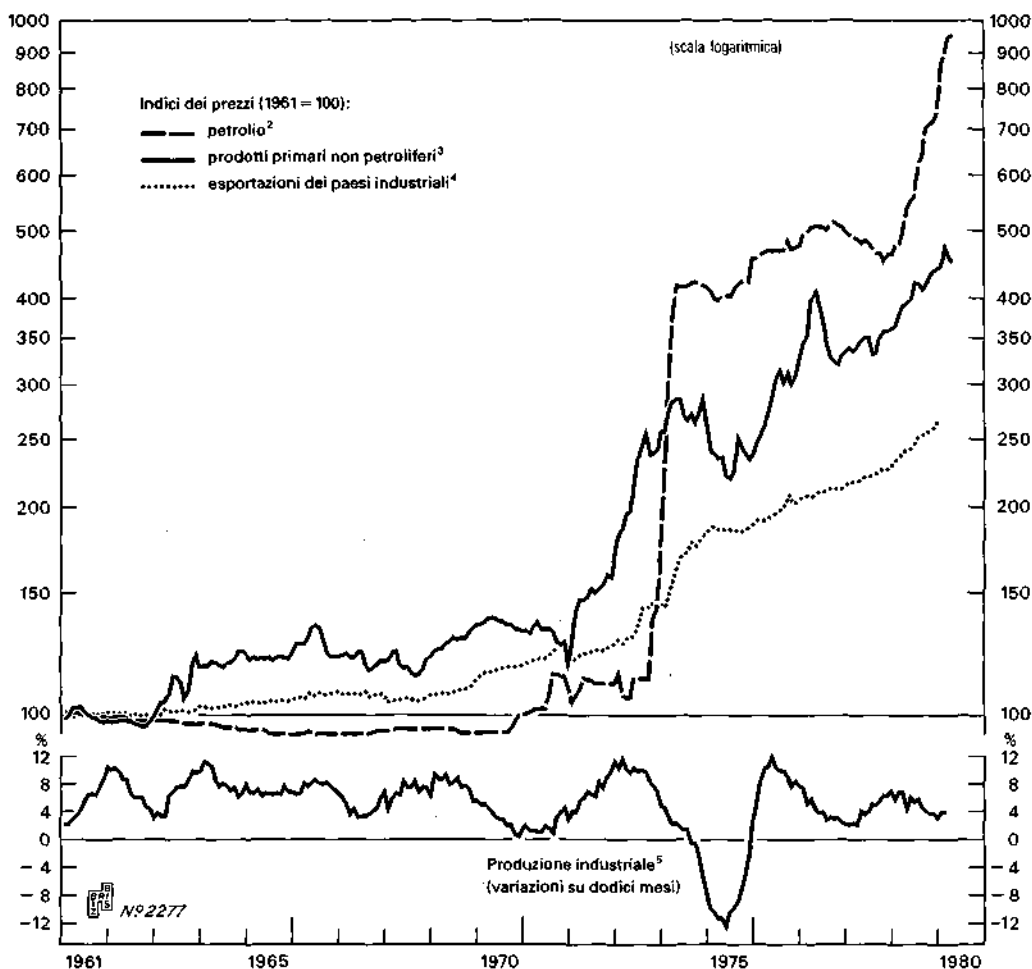
l'accettazione di cambi flessibili potrebbe essere divenuta più o meno inevitabile in siffatte circostanze. D'altra parte, dalla fine dell'era dei cambi fissi i tassi di crescita della produzione industriale paiono essersi mossi con maggior sincronia. Questa evoluzione potrebbe avere ben pochi legami con i tassi di cambio fluttuanti in quanto tali. Essa riflette gli sforzi concertati dei paesi per reflazionare le proprie economie a seguito del generale riallineamento delle parità nel dicembre 1971 e in reazione all'impatto su scala mondiale della recessione susseguente ai rincari del petrolio e delle altre materie prime nel 1973-74. La successiva fase di espansione, divenuta diffusa nel 1978-79, ha contribuito a determinare nuovamente uno *shock* petrolifero ed un'impennata dei prezzi delle materie prime, che hanno a loro volta condotto a mutamenti di indirizzo nelle politiche economiche che potrebbero causare un indebolimento generale dell'attività economica.

I fattori internazionali di inflazione.

Nell'opinione pubblica la recrudescenza dell'inflazione nello scorso anno è stata principalmente associata all'andamento del prezzo del petrolio. Tuttavia, la forte accelerazione dei corsi degli altri prodotti primari ha costituito un altro importante fattore di spinta sui prezzi proveniente dai mercati internazionali. I fortissimi rincari del petrolio vanno in gran parte ricondotti alla politica dei prezzi più aggressiva praticata dai produttori OPEC e alla contrazione dell'offerta susseguente alla crisi iraniana. Ma, come già avvenuto nel 1972-73, l'ulteriore crescita della domanda nelle economie industriali ha facilitato gli aggiustamenti di prezzo del petrolio, così come ha avuto la tendenza a spingere verso l'alto i prezzi di altre materie prime a mercato internazionale.

Il grafico seguente illustra le correlazioni esistenti tra determinati indicatori internazionali dei prezzi e la domanda mondiale, misurata mediante un indice della produzione industriale per i paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera. Dopo una fase di debolezza nel 1977, la forte espansione della domanda aggregata in Europa e in Giappone, venuta a sovrapporsi alla perdurante crescita economica negli Stati Uniti e in Canada, si è accompagnata verso l'inizio del 1978 ad una nuova impennata nei prezzi dei prodotti primari non petroliferi. Alla fine del 1979 l'indice generale "Economist" (espresso in DSP) era salito del 100% rispetto al minimo segnato durante la recessione del 1975, di oltre il 50% dal massimo del giugno 1974 e di circa il 250% dall'inizio del decennio. Comparativamente, nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera la produzione industriale si era accresciuta di solo il 30% rispetto al minimo della recessione, di meno del 15% rispetto all'ultima parte del 1976 (allorché essa aveva recuperato i livelli massimi toccati verso la metà del 1974) e di meno del 40% dall'inizio del decennio. Inoltre, come indica il grafico, la moderata espansione dell'attività economica negli anni settanta ha parimenti contribuito alla rapida inflazione dei prezzi relativi delle materie prime. Questo andamento contrasta vivamente con l'esperienza dei due decenni precedenti, durante i quali i prezzi del petrolio e degli altri prodotti primari si erano mantenuti relativamente stabili. Una possibile implicazione è che evidentemente la capacità di offerta di materie prime non si espande più in modo parallelo alla crescita tendenziale della domanda mondiale. Sotto questo aspetto l'economia mondiale pare essere divenuta più soggetta a "scosse internazionali", nel senso che i prezzi del petrolio e delle altre materie prime salgono più rapidamente in risposta all'espansione della domanda mondiale e inducono pertanto a considerare con maggiore cautela le politiche macro-economiche espansive e ad assumere atteggiamenti più positivi nei confronti del risparmio energetico.

Produzione industriale e prezzi internazionali.¹



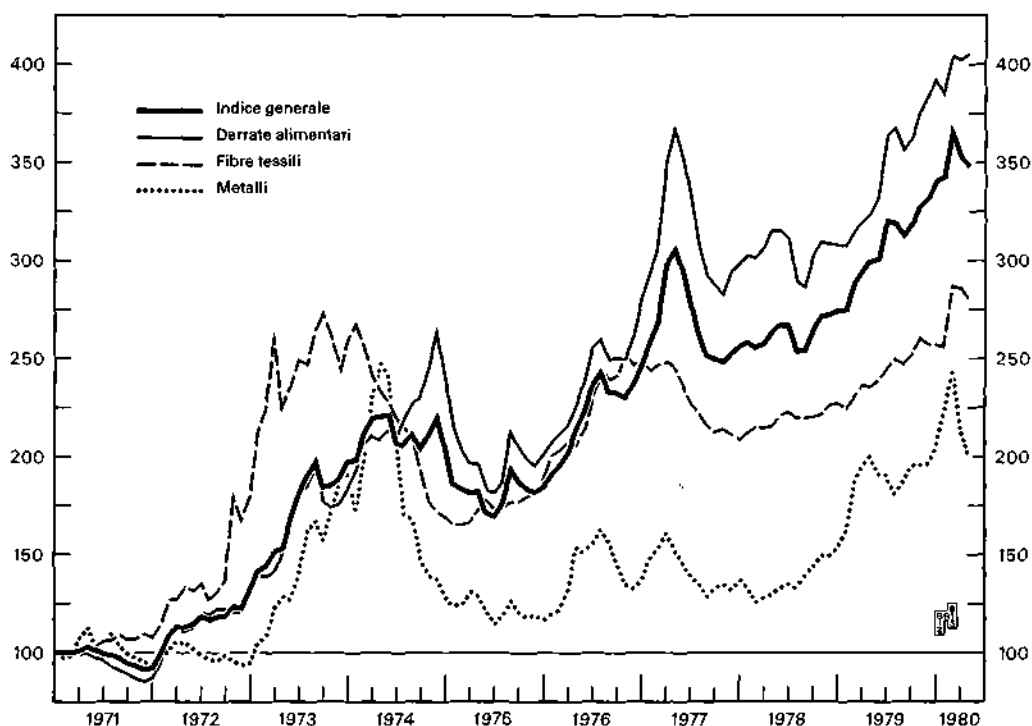
¹ I prezzi sono espressi in DSP per il periodo 1971-80 e in dollari USA per il periodo 1961-70. ² Indice del prezzo del petrolio e dei prodotti petroliferi pubblicato dall'Istituto di Amburgo per la ricerca economica (IHWVA). ³ Indice generale "Economist". ⁴ Indice del valore unitario delle esportazioni dei paesi industriali, basato sui dati del FMI. ⁵ Media aritmetica ponderata delle variazioni della produzione industriale nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera. I pesi sono attribuiti in proporzione ai prodotti nazionali lordi del 1975.

Per quanto riguarda i prodotti primari diversi dal petrolio, l'accelerazione dei prezzi avvenuta nel 1978 e nel 1979 è espressa da un aumento del 50% nell'indice "Economist" dei metalli (espresso in DSP), del 30% in quello delle derrate alimentari e di quasi il 25% in quello relativo alle fibre tessili (cfr. grafico). Benché il vigore della domanda globale sia stato il principale fattore di fondo, i prezzi di alcune categorie merceologiche sono stati altresì spinti verso l'alto da fattori connessi all'offerta e dalla comparsa di nuove fonti di domanda. Nell'Unione Sovietica, le avversità atmosferiche hanno comportato una notevole riduzione dei raccolti, contribuendo a determinare un aumento nel prezzo dei cereali e dello zucchero. Inoltre, gran parte del forte rincaro di quest'ultimo può essere attribuito all'annuncio, all'inizio del marzo 1979, che il Brasile intendeva destinare il 40% del raccolto previsto per il 1979-80 (pari a circa il 5% della produzione mondiale) alla fabbricazione di alcool da combustione.

Alla fine della scorsa estate anche i mercati dei prodotti primari sono stati investiti da un'ondata di natura speculativa, con enormi aumenti nel volume delle transazioni. Le

Prezzi dei prodotti primari a mercato mondiale:
indici "Economist", espressi in DSP.

Dicembre 1970 = 100.



Nº 2217

quotazioni dell'oro e di altri metalli preziosi sono salite alle stelle; ma anche i prezzi di altri beni sono stati sensibilmente influenzati dai tentativi di accaparrare beni-rifugio. L'aumento della domanda speculativa ha costituito essenzialmente una reazione all'acutizzarsi dell'inflazione, che ha ridotto i rendimenti reali attesi delle attività espresse in moneta, creando al tempo stesso una maggiore incertezza circa questi stessi rendimenti, in particolare a causa dell'imprevedibilità delle reazioni di politica economica e dei tassi di cambio. Nelle prime sei settimane del 1980 l'indice generale "Economist" è ulteriormente salito del 10%, trascinato da un aumento del 25% nel comparto dei metalli. A metà febbraio, tuttavia, i prezzi dei metalli segnavano una brusca svolta verso il basso, accompagnata da una leggera flessione nei corsi dei prodotti alimentari e delle fibre. In conseguenza di ciò, alla metà di aprile le quotazioni dei metalli erano scese al disotto dei livelli dell'inizio del 1980, e l'indice generale risultava aver annullato gran parte dell'aumento accumulato dal principio dell'anno.

Va da sé che il raddoppio dei prezzi del petrolio nel 1979 ha offuscato i rincari subiti dalle altre materie prime. All'inizio dell'anno l'aumento dei prezzi del petrolio fu causato da una contrazione delle forniture iraniane e dal desiderio dei produttori OPEC di riallineare le loro ragioni di scambio, andate deteriorandosi dopo il 1974. Ma con il procedere dell'anno la sostenutezza della domanda complessiva di petrolio – sia per alimentare l'attività economica sia per accrescere le scorte nei paesi importatori – ha incoraggiato l'OPEC ad aumentare ancora di molto i prezzi. Di fatto, nonostante gli enormi rincari nel 1979 i paesi OPEC hanno potuto aumentare le vendite rispetto all'anno precedente. Con tale politica aggressiva di rialzo dei prezzi, attuata traendo vantaggio

dalla crescente richiesta di petrolio nei paesi industriali, i produttori OPEC hanno posto una più durevole minaccia alla stabilità dell'intero sistema economico. Il rincaro del petrolio ha avuto un notevole impatto diretto sul livello dei prezzi all'ingrosso e al consumo. Questi effetti diretti in termini di prezzo, non ancora manifestatisi appieno, hanno a loro volta minacciato di condurre a maggiori rivendicazioni salariali nominali e ad ulteriori aumenti dei prezzi in conseguenza dei tentativi di salvaguardare salari e profitti in termini reali. I responsabili delle politiche economiche si sono così trovati nella difficile situazione di dover decidere in quale misura assecondare ovvero contrastare gli sforzi del settore privato volti a recuperare i redditi reali erosi dai più elevati prezzi del petrolio. Un atteggiamento permissivo potrebbe limitare le tendenze recessive comportando però il rischio di un'intensificazione permanente dell'inflazione. L'opporvi resistenza potrebbe frenare l'inflazione, ma rischierebbe di causare una flessione nell'attività economica.

In termini assoluti, il rincaro del petrolio dello scorso anno è stato di ampiezza pari a quello del 1973-74. Il prezzo di un barile di greggio-tipo dell'Arabia Saudita, tradizionalmente assunto come base nelle quotazioni dei prezzi OPEC, partito da \$13,34 nel 1979, si situava a \$26 all'inizio del 1980. Si consideri che ciò rappresenta il limite inferiore degli aumenti di prezzo decisi dall'OPEC durante l'anno. Infatti l'atteggiamento più moderato dell'Arabia Saudita è stato controbilanciato dalle pressioni dei membri più agguerriti dell'OPEC; all'inizio del 1980 i produttori nord-africani ed iraniani, ad esempio, vendevano il petrolio a prezzi compresi fra \$30 e 34 il barile. Inoltre, nel corso dell'anno i prezzi ufficiali OPEC si sono sempre più scostati per difetto dal prezzo medio d'acquisto, in quanto una quota crescente della produzione è stata distolta dalla vendita in base ad accordi di fornitura per indirizzarla sul mercato a pronti. Nella seconda metà del 1979 le quotazioni di quest'ultimo superavano di oltre il 50% i prezzi contrattuali dell'Arabia Saudita. Si aggiunga che le spinte sui prezzi sono state alimentate da un'accorta regolazione della produzione petrolifera OPEC, che ha mantenuto condizioni di mercato tese dal lato dell'offerta. Tuttavia, agli inizi di quest'anno i prezzi sul mercato a pronti hanno segnato temporaneamente una certa flessione. In maggio i ministri dei paesi OPEC responsabili del settore petrolifero hanno proposto un sistema di indicizzazione dei prezzi del petrolio - da sottoporre all'esame dei capi di governo - in base al quale le quotazioni verrebbero rettifiche trimestralmente in funzione sia dei tassi di inflazione dei maggiori paesi importatori sia delle oscillazioni nel valore esterno di un determinato insieme di monete.

Tassi di cambio, prezzi all'importazione e all'esportazione e ragioni di scambio.

Poiché nel 1979 i tassi di cambio si sono mantenuti relativamente stabili, i forti rincari del petrolio e degli altri prodotti primari si sono trasmessi a tutte le economie industriali in modo più uniforme del solito. Inoltre, poiché tali rincari hanno superato quelli dei manufatti, dalla fine del 1978 le ragioni di scambio delle economie industriali hanno subito un deterioramento. Il problema dell'inflazione nel mondo industrializzato è stato pertanto reso più acuto dagli andamenti relativi dei prezzi, ed è venuto riducendosi il potere d'acquisto di questo gruppo di paesi sui mercati internazionali.

La relativa stabilità dei tassi di cambio durante lo scorso anno, che sarà trattata più in particolare nel Capitolo VII, si pone in netto contrasto rispetto alle esperienze degli anni precedenti, allorché le fortissime oscillazioni dei tassi di cambio avevano

posto le varie economie di fronte a pressioni esterne notevolmente differenziate. Nell'ambito dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, nel 1979 le uniche monete instabili sono state lo yen e, in misura minore, la sterlina. A prescindere da questi due casi, si può quindi ritenere che lo scorso anno i movimenti dei cambi non abbiano avuto di per sé effetti di rilievo sui tassi di inflazione. In Giappone le autorità stimano tuttavia che il deprezzamento dello yen, ponderato in base al commercio con l'estero, abbia contribuito per un quinto all'incremento del 16% dei prezzi all'ingrosso della produzione interna durante il 1979. Nel Regno Unito per contro l'apprezzamento della sterlina ha esercitato lo scorso anno un influsso moderatore sui costi e sui prezzi. Nei primi mesi del 1980 i tassi di cambio sono divenuti bruscamente più instabili; in marzo il dollaro si è fortemente apprezzato rispetto alle monete dell'Europa continentale; quindi, in aprile esso ha nuovamente perso di valore.

L'andamento dei valori unitari delle importazioni e delle esportazioni ha rispecchiato il generale aumento delle tensioni sui prezzi provenienti dal petrolio e da altre materie prime. In molti paesi il 1979 ha segnato un'inversione del movimento discendente dei valori delle importazioni e delle esportazioni espressi in moneta nazionale; in altri, le tendenze al rialzo sono divenute più marcate. Come appare nella seguente tabella, nel 1978 i costi unitari delle importazioni dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci e della Svizzera si erano accresciuti mediamente in misura assai modesta, mentre nel 1979 l'aumento è stato di oltre il 23%. I prezzi unitari delle esportazioni, dopo essere saliti annualmente in media di circa il 4% nel 1977 e nel 1978, lo scorso anno sono aumentati di quasi il 15%. Di riflesso alla relativa stabilità dei cambi, nel 1979 i coefficienti di dispersione delle variazioni percentuali - misurati dagli scarti quadratici - sono diminuiti rispetto ai valori medi; dal lato delle importazioni la dispersione è diminuita in termini assoluti, se si escludono i dati relativi al Giappone.

Mentre il diffuso aumento dei prezzi delle merci scambiate ha posto in risalto lo scorso anno il problema dell'inflazione nel mondo industriale, il più rapido rincaro delle materie prime in rapporto ai prodotti finiti ha condotto ad un netto peggioramento delle

Variazioni nei valori unitari delle importazioni e delle esportazioni per i paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera.*

Voci	1976	1977	1978	1979
	IV trimestre	IV trimestre	IV trimestre	IV trimestre
	variazioni percentuali su quattro trimestri			
Media:				
Valori unitari delle importazioni . . .	9,4	5,6	0,8	23,4
Valori unitari delle esportazioni . . .	8,9	4,4	4,0	15,0
Media (escludendo il Giappone):				
Valori unitari delle importazioni . . .	10,1	7,2	2,6	18,6
Valori unitari delle esportazioni . . .	9,6	5,3	5,0	14,3
Scarto quadratico medio:				
Valori unitari delle importazioni . . .	11,1	8,3	9,1	16,3
Valori unitari delle esportazioni . . .	9,4	5,6	5,9	6,1
Scarto quadratico medio (escludendo il Giappone):				
Valori unitari delle importazioni . . .	11,4	6,7	7,1	5,3
Valori unitari delle esportazioni . . .	9,5	4,8	5,2	5,9

* Medie aritmetiche semplici e scarti quadratici medi delle variazioni percentuali dei valori unitari espressi nelle unità monetarie nazionali.

ragioni di scambio della maggior parte dei principali paesi industriali. Le perdite di potere d'acquisto sono state particolarmente sensibili nel caso di Stati Uniti, Giappone e Germania. Per contro, nel 1979 sono migliorate le ragioni di scambio del Canada, paese autosufficiente per quanto riguarda il petrolio e il gas naturale e forte esportatore di prodotti primari. Tale miglioramento non ha tuttavia posto il Canada al riparo da aumenti nel prezzo interno dei prodotti petroliferi e delle materie prime, sebbene le resistenze politiche a spostamenti nella distribuzione regionale dei redditi abbiano impedito che i prezzi del petrolio sul mercato interno salissero ai livelli internazionali, comprimendo così la componente inflazionistica connessa al petrolio.

In senso lato le recenti variazioni nelle ragioni di scambio presentano un'analogia con l'esperienza collegata al forte rincaro del petrolio e di altri prodotti primari nel 1973-74. Dopo l'iniziale forte deterioramento nel corso di tale periodo, le ragioni di scambio della maggior parte dei paesi industriali erano alquanto migliorate durante l'ultima parte del 1974 e nel 1975. In una certa qual misura, tuttavia, il miglioramento rispecchiava un aumento dei prezzi all'esportazione prodottosi non in conseguenza di un'accresciuta domanda di prodotti dei paesi industriali, ma piuttosto come effetto indiretto dell'intensificarsi dell'inflazione interna dei costi. Pertanto, se il mondo industrializzato riuscirà meglio a ridurre le ulteriori conseguenze inflazionistiche dello *shock* internazionale dei prezzi, il miglioramento delle sue ragioni di scambio sarà inferiore a quello registrato nel 1974-75.

Perturbazioni di origine esterna ed aggiustamenti dei salari e dei prezzi interni.

In un mondo fortemente interdipendente, l'inflazione nei singoli paesi è il risultato dell'azione congiunta di forze esogene ed endogene. Un'evidente caratteristica degli anni settanta è la sensibilità con cui i tassi di inflazione nazionali hanno risentito delle forti oscillazioni dei prezzi internazionali connesse al petrolio, alle derrate alimentari e ad altre materie prime. Nella presente tornata inflazionistica, gli incrementi esterni dei prezzi sono stati ancora una volta il principale elemento propulsore. Tuttavia, in diversi paesi, ed in particolare negli Stati Uniti, in Italia e nel Regno Unito, anche gli andamenti interni hanno costituito un importante fattore.

Un indice rivelatore dell'entità dello *shock* esterno dei prezzi nel 1979 è rappresentato dall'effetto primario esercitato dai più alti costi dell'energia e di altre materie prime sui prezzi al consumo. Questa stima tiene anche conto dell'impatto sui prezzi al consumo delle fonti energetiche diverse dal petrolio OPEC, per i quali il rincaro, che in alcuni casi sta ancora proseguendo, ha seguito da vicino l'incremento intervenuto lo scorso anno nei prezzi del petrolio OPEC. In linea teorica, si potrebbero impiegare i coefficienti di interdipendenza settoriale per quantificare l'impatto sui prezzi al consumo prima che gli incrementi salariali indicizzati o indotti si siano espressi in ancor più elevati prezzi dei beni di consumo attraverso l'aumento dei costi unitari del lavoro. In mancanza di dati sulle relazioni *input - output*, l'effetto primario del rincaro dell'energia può essere approssimativamente valutato assumendo come parametro la quota di essa sulla spesa per consumi, che nella maggior parte dei paesi industriali si aggira intorno al 6-9%. Pertanto, se il raddoppio dei prezzi OPEC nel 1979 ha sostanzialmente comportato un aumento dei prezzi al consumo dell'energia variante da un terzo ad un mezzo - e in base all'esperienza storica questa appare un'ipotesi ragionevole - l'effetto primario a livello di prezzi al consumo potrebbe ragguagliarsi ad un incremento del 2-4,5%. Inoltre, se si stima che i prodotti primari, esclusi quelli dell'energia, abbiano un'incidenza al livello di *input* del 10

o 15% sulla produzione finale di beni di consumo, si può ritenere che nel 1979 l'incremento dei prezzi delle materie prime, escluse le fonti energetiche, abbia avuto un effetto di maggiorazione dell'1-3% sul livello dei prezzi al consumo.

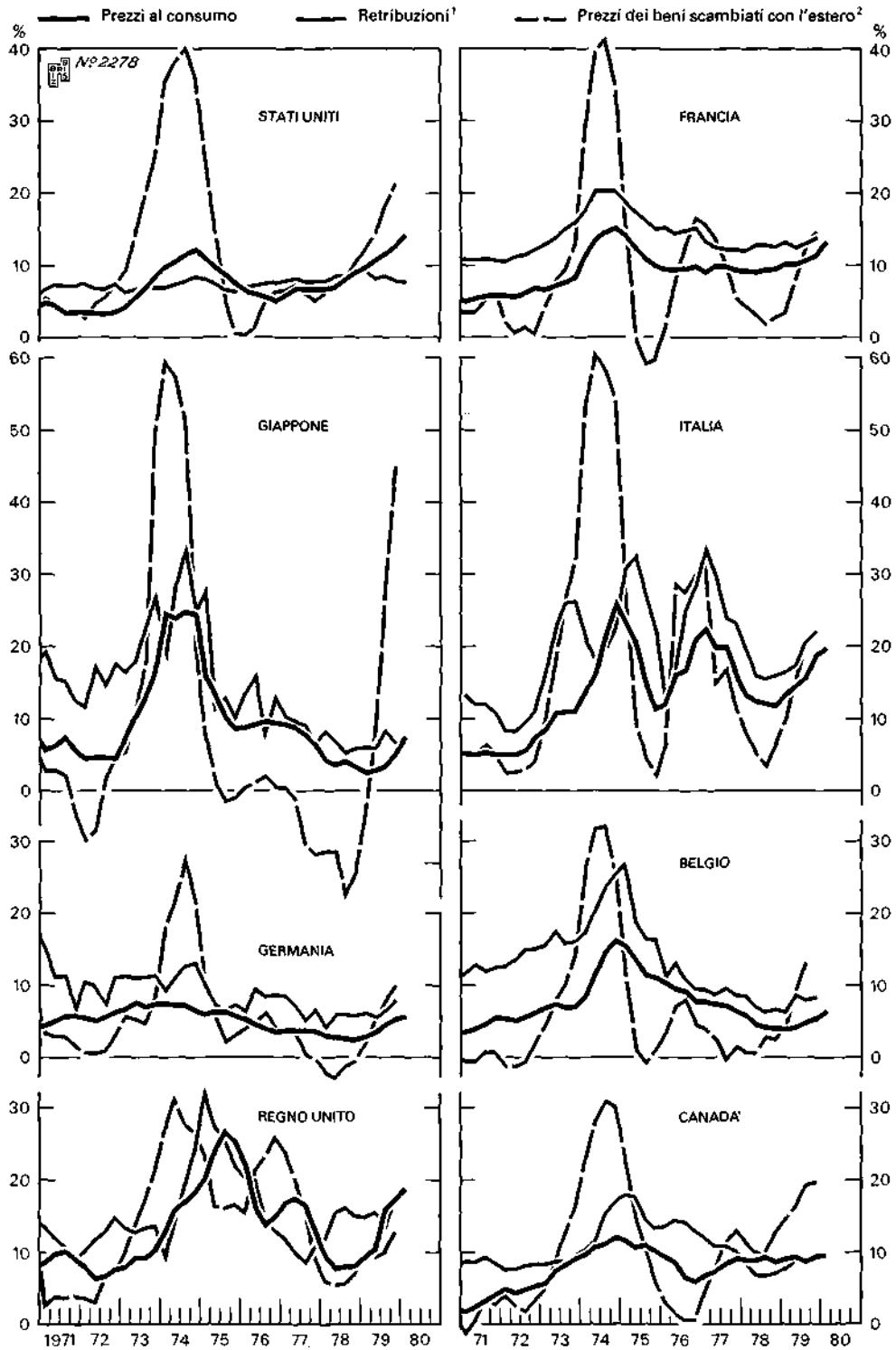
In termini di rapporto tra fattori produttivi materiali e produzione, le economie industriali sono per lo più esposte in ugual misura alle scosse esterne provenienti dai mercati delle materie prime e del petrolio. Tuttavia, per quelle relativamente dipendenti dall'interscambio, le oscillazioni dei tassi di cambio possono accentuare l'instabilità dei prezzi e dei salari interni. Come mostra la tabella seguente, dopo il generale ritorno alla convertibilità delle monete nel 1958, le economie della maggior parte dei paesi del Gruppo dei Dieci compresa la Svizzera sono diventate molto più aperte al commercio internazionale. Un tipico esempio è fornito da economie molto aperte, come quelle del Belgio e dei Paesi Bassi, che nel tentativo di neutralizzare le avverse pressioni esterne, devono adattare le loro politiche in maniera molto flessibile. Questa esposizione alle pressioni esterne contribuisce a spiegare perché le economie aperte di dimensioni più modeste tendano solitamente a mantenere i loro tassi di cambio strettamente in linea con quelli dei paesi confinanti maggiori.

Grado di apertura al commercio internazionale.

Paesi	Media della somma delle esportazioni e delle importazioni di merci e servizi		
	1958	1968	1978
in percentuale del prodotto nazionale lordo			
Belgio	31	39	51
Canadà	18	21	25
Francia	13	14	20
Germania	20	21	26
Giappone	11	10	10
Italia	12	16	24
Paesi Bassi	47	44	47
Regno Unito	20	21	29
Stati Uniti	5	5	10
Svezia	23	22	28
Svizzera	27	30	34

Durante il periodo 1979-80, un obiettivo di primaria importanza delle politiche economiche interne è stato quello di limitare le ripercussioni secondarie in termini di salari e di prezzi degli impulsi inflazionistici provenienti dal settore delle merci oggetto di scambio internazionale. Come risulta dal grafico a pagina 20, nel corso degli ultimi anni negli Stati Uniti e in Canadà l'aumento dei salari nominali è inferiore a quello dei prezzi al consumo. Visto nei suoi aspetti positivi, questo andamento risponde all'esigenza di contenere la spirale inflazionistica specie nei casi in cui vi è stata una flessione nel livello di reddito reale imposta dall'esterno. In senso negativo, il brusco calo delle retribuzioni reali sta già producendo le prime spinte di un rilancio salariale che potrebbe rendere più arduo il compito di ridurre nel prossimo futuro il tasso di inflazione. In altri paesi, tuttavia, la tendenza è stata piuttosto quella di un aggiustamento verso l'alto dei salari parallelo all'incremento dei prezzi al consumo. Su questo processo di adeguamento ha spesso inciso l'indicizzazione, sia attraverso sistemi istituzionali, come in Italia e in Belgio, sia su base di fatto, come attualmente avviene in un gran numero di paesi.

Prezzi dei prodotti scambiati con l'estero, salari e prezzi al consumo.
Variazioni percentuali su quattro trimestri.



¹Retribuzioni orarie; per Francia, Italia e Regno Unito, salari minimi contrattuali. ²Media dei valori unitari delle esportazioni e delle importazioni espressi in unità monetarie nazionali.

Come si può rilevare inoltre dal grafico, negli anni settanta la variabilità dei prezzi dei prodotti scambiati con l'estero, sulla base della media dei valori unitari delle esportazioni e delle importazioni in moneta nazionale, è stata molto maggiore di quella dei salari e dei prezzi interni. Altrettanto notevole è il grado in cui il tasso di incremento dei prezzi al consumo è parso accompagnare o seguire quello dei prezzi dell'interscambio. Il principale evento perturbatore è stato quello connesso alla prima crisi del petrolio e all'esplosione dei prezzi internazionali delle materie prime nel 1973-74; e dal 1978 in poi i primi effetti di una evoluzione analoga sono ben evidenti.

Si constata inoltre che dopo il 1974 i paesi riuscirono in genere a ridurre gradualmente i tassi di incremento dei salari e dei prezzi. Tuttavia, nel Regno Unito e in Italia, ed in minor misura in Francia, gli effetti dirompenti della recessione del 1974-75 favorirono successivamente l'insorgere di crisi valutarie che interruppero il processo verso una maggiore stabilità dei prezzi e dei salari. In termini generali, il relativo successo o fallimento registrato dai singoli paesi nel contenere l'inflazione è stato tendenzialmente accentuato, o mediato, dai movimenti dei tassi di cambio. Ad esempio, nel 1978 la Germania, il Giappone e il Belgio registravano tassi di inflazione considerevolmente inferiori a quelli dei paesi che avevano adottato politiche sfociate in un deprezzamento della moneta.

Per lunghi periodi, nella maggior parte dei paesi i salari si sono mantenuti strettamente in linea con i prezzi al consumo. Tuttavia, come evidenzia il grafico, in alcuni paesi esiste ancora una notevole autonomia nell'andamento dei salari, e gli anni settanta hanno registrato ulteriori episodi di "esplosioni" salariali. In Italia, ad esempio, nel 1972-73, le retribuzioni sono aumentate molto più rapidamente dei prezzi. Nel Regno Unito, fino al 1977-78 i salari hanno quasi sempre manifestato la tendenza ad

Retribuzioni reali nell'industria.¹

Paesi	1965-72 variazione media annua	Variazioni su periodi di dodici mesi terminanti nel							
		dic. 1973	dic. 1974	dic. 1975	dic. 1976	dic. 1977	dic. 1978	dic. 1979	dic. 1979
		in percentuale							
Stati Uniti	1,8	2,0	-3,2	-0,8	2,8	0,7	0,2	-4,6	-5,8 ²
Canada	3,6	0,4	3,6	3,6	6,5	0,1	-1,7	-0,4	0,3 ³
Giappone	7,3	9,5	1,2	0,7	2,4	2,0	1,6	0,7	-0,6 ³
Germania	5,7	2,3	6,5	0,3	5,6	4,5	1,5	0,8	0,3 ³
Francia	4,6	6,8	4,4	4,7	4,7	2,8	2,6	1,8	.
Regno Unito	2,8	3,7	7,0	-3,4	-2,4	-0,8	5,9	1,6	0,3 ³
Italia	7,2	11,7	-1,0	8,2	5,8	7,0	3,8	2,3	1,1 ³
Belgio	5,7	8,2	8,4	4,7	1,8	2,3	2,6	3,0	1,6 ³
Paesi Bassi	4,3	5,0	5,6	3,7	-0,1	1,3	1,1	-0,5	-1,1 ³
Svezia	4,7	1,0	1,9	9,0	1,3	-3,4	-1,2	-1,3	-3,0 ⁴
Svizzera	1,7	-2,4	5,2	2,7	-0,2	1,0	3,0	-2,4	.
Austria	4,7	3,9	5,1	3,4	0,0	0,2	1,0	2,3	.
Danimarca	5,0	10,7	5,6	3,9	-1,5	-1,8	2,7	1,4	.
Finlandia	5,1	4,6	6,6	-0,8	1,5	-3,6	2,5	3,1 ⁵	.
Norvegia	3,7	3,1	9,1	5,9	7,9	-0,1	-1,2	-3,3	.
Irlanda	5,3	7,5	4,7	10,8	-2,7	3,7	5,2	.	.
Spagna	6,5	9,5	7,5	12,2	10,8	0,1	9,8	7,8	.

¹ Retribuzioni nominali deflazionate in base ai prezzi al consumo. I dati in corsivo si riferiscono a salari minimi contrattuali.
² Marzo. ³ Febbraio. ⁴ Gennaio. ⁵ Settembre.

anticipare l'evoluzione dei prezzi. Ciò è soprattutto riscontrabile nel periodo 1973-74, anche se al tempo stesso i meccanismi istituzionali di indicizzazione contemplati dalla politica governativa dei redditi avevano contribuito a tradurre gli incrementi dei prezzi al consumo in forti aumenti delle retribuzioni nominali.

Un aspetto preoccupante della presente situazione, come si è detto in precedenza, è costituito dalla minaccia che in taluni paesi i lavoratori dipendenti possano tentare di recuperare le perdite di reddito reale subite negli ultimi anni. Come mostra la tabella che precede, lo scorso anno i salari reali, ovvero le retribuzioni nominali depurate della componente inflazionistica, sono di fatto diminuiti in quattro paesi del Gruppo dei Dieci compresa la Svizzera, mentre in altri paesi industriali il loro aumento è stato relativamente modesto rispetto ai parametri del passato.

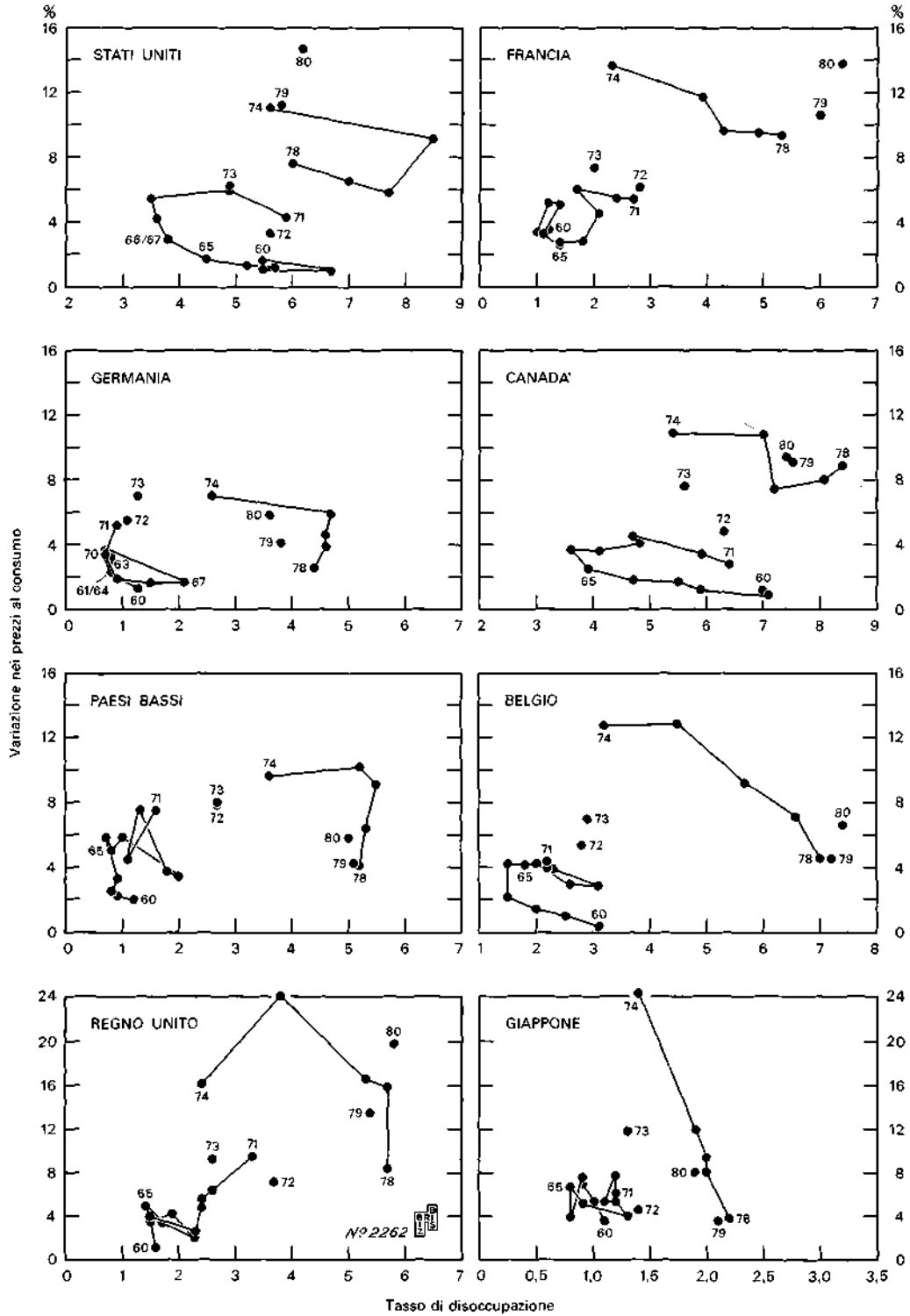
A giudicare dai recenti rincari a livello dei prezzi all'ingrosso, in un prossimo futuro sono da prevedere ulteriori forti spinte sui prezzi al consumo. In tale eventualità, l'andamento dell'inflazione dipenderà dalle particolari caratteristiche del meccanismo salari-prezzi nei singoli paesi, tenendo anche conto del ruolo diretto che le scelte governative svolgono nel processo di ripartizione del reddito. Tuttavia, molto dipenderà, in ultima analisi, anche dagli obiettivi di fondo delle autorità e dalla loro risolutezza nel contenere l'espansione della domanda.

Il grafico seguente illustra le varie combinazioni di disoccupazione e di inflazione dei prezzi al consumo rilevate in otto paesi negli ultimi venti anni. Si può considerare che esse riflettano uno spostamento della "curva di Phillips" in cui la disoccupazione, come variabile sostitutiva dell'equilibrio tra domanda e offerta aggregate, è di norma inversamente correlata al tasso di inflazione.

Osservando in particolare gli sviluppi successivi alla recessione mondiale del 1974-75, nel grafico è evidente il successo riportato da vari paesi - Germania, Giappone, Belgio e Paesi Bassi - nel ricondurre i tassi di inflazione a livelli pari o addirittura inferiori a quelli che avevano preceduto il *boom* economico del 1972-73. Nonostante le notevoli difformità nei processi di formazione dei salari e dei prezzi, ciascuno di questi paesi ha applicato politiche che hanno contribuito a rallentare l'inflazione. Alcuni hanno cercato più energicamente che altri di influenzare sia il processo che l'esito dell'aggiustamento di salari e prezzi. Va rilevato che un elemento comune a tutti i quattro paesi è stato l'apprezzamento delle rispettive monete. Anticipando l'andamento effettivo dei prezzi, questi movimenti dei tassi di cambio hanno comprovato la validità delle strategie di politica economica. La reazione dei tassi di cambio ha pertanto accentuato le pressioni esercitate dalla politica economica sui tassi di inflazione o le ha incanalate verso il settore esterno.

Nel periodo successivo all'ultima recessione mondiale, altri paesi hanno avuto minor successo nel ridurre l'inflazione. Per quanto concerne gli Stati Uniti, ciò ha rispecchiato la scelta a favore dell'espansione economica che, in connessione con il deprezzamento esterno della moneta, ha consentito di ridurre sostanzialmente la disoccupazione, a costo però di una nuova accelerazione nell'aumento dei prezzi interni. Analogamente, il deprezzamento della sterlina, in atto sino alla fine del 1976, ha accentuato le forti pressioni inflazionistiche presenti nel Regno Unito durante quel periodo. Tuttavia, il successivo apprezzamento della sterlina ha contribuito a smorzare gli impulsi inflazionistici. In Canada e in Francia la disoccupazione è rimasta a livelli elevati, e ciò può aver esercitato un'azione di contenimento dei tassi di inflazione.

Inflazione e disoccupazione.
Medie annue.*



Un fenomeno che emerge chiaramente dal grafico e che riguarda tutti i paesi è purtroppo la tendenza della correlazione tra inflazione e disoccupazione ad evolversi in modo sfavorevole durante i periodi di alta congiuntura mondiale. Ciò è avvenuto verso la fine degli anni sessanta ed in maniera ancora più pronunciata nel 1972-73. Durante queste fasi, in ciascun paese la forza della domanda interna ha contribuito a tale sfavorevole evoluzione; tuttavia importanti fattori sono stati anche l'alto grado di sincronia nel ciclo economico internazionale e lo stimolo da esso impartito ai prezzi del petrolio e di altre materie prime durante i periodi di *boom*. Le politiche economiche, pur reagendo in senso antinflazionistico agli aumenti dei prezzi internazionali, non sono state vigorose o tenaci in misura sufficiente ad evitare il concomitante e persistente accentuarsi delle aspettative inflazionistiche durante i periodi di maggior espansione dell'attività economica. Nelle susseguenti fasi di recessione e di crescente disoccupazione, l'inflazione ha in effetti mostrato una tendenza a diminuire, pur se ad un ritmo diverso a seconda dei paesi, ma la nuova fase di ripresa economica è generalmente iniziata ad una più alta soglia di inflazione e/o di disoccupazione rispetto alla precedente. Particolarmente rilevante è il fatto che nessuno dei cinque paesi che intorno al 1978 erano riusciti a riportare i tassi di inflazione in prossimità o al disotto dei livelli del 1971 sia stato in grado di ridurre la disoccupazione a valori inferiori a quelli del 1975, ed in ciascuno di essi la disoccupazione è rimasta sensibilmente al disopra del livello del 1971.

Un ulteriore spostamento della correlazione tra inflazione e disoccupazione pare essere in atto da qualche tempo in alcuni paesi, tra cui Stati Uniti, Francia, Belgio e Regno Unito, mentre altri, fra i quali Germania e Giappone, sono riusciti finora a contrastare questo movimento.

L'evoluzione delle strategie antinflazionistiche.

Alla luce dell'esperienza maturata dopo l'esplosione inflazionistica mondiale del 1973-74, nella presente situazione i responsabili della politica economica hanno generalmente manifestato la tendenza a dare molto più peso che in passato all'esigenza di impedire il diffondersi e l'intensificarsi delle forze inflazionistiche. Sebbene la disoccupazione sia tuttora elevata, ed in alcuni paesi stia addirittura aumentando, ovunque l'obiettivo prioritario di politica economica è stato quello di frenare il ritmo dell'inflazione dei prezzi e dei salari. In presenza di un fabbisogno finanziario del settore pubblico costantemente elevato e, dato il diffuso timore che da ciò possa derivare un'eccessiva espansione monetaria, molti paesi industriali si sono mossi verso un inasprimento della politica fiscale, come descritto nel Capitolo III. Inoltre, nonostante alcune disillusioni in materia di politica dei redditi, diversi paesi hanno ancora cercato, con gli strumenti appropriati ai rispettivi contesti istituzionali, di influenzare direttamente l'evoluzione dei salari e dei prezzi. L'aspetto più saliente degli attuali indirizzi di politica economica è tuttavia il generale irrigidimento della politica monetaria, analizzato nel Capitolo IV. Le autorità monetarie paiono risolte a porre un deciso freno alle aspettative inflazionistiche, anche a rischio di un forte rallentamento dello sviluppo economico o di una recessione.

Nel breve periodo, il nuovo rapido riattizzarsi delle forze inflazionistiche ha notevolmente ridotto le scelte di politica economica a disposizione delle autorità nazionali. Di fronte all'esigenza di contenere drasticamente e rapidamente la domanda,

esse hanno cercato di ridurre al minimo gli effetti negativi sull'occupazione, sforzandosi di suscitare un radicale mutamento nelle aspettative inflazionistiche. Oltre ad esporre con precisione i propri obiettivi a breve termine per ridurre l'inflazione, i responsabili della politica economica hanno dato un crescente rilievo ai programmi a medio termine tesi ad assicurare costanti progressi verso una maggior stabilità. E in tale contesto ha trovato applicazione l'approccio antinflazionistico "dal lato dell'offerta" consistente in provvedimenti strutturali intesi ad accrescere la produzione in rapporto alla domanda. Quasi tutti i paesi stanno infatti cercando di invertire la tendenza decrescente della produttività, in particolare incoraggiando più elevati tassi di formazione di capitale, promuovendo forme di incentivazione del lavoro, accrescendo la mobilità di quest'ultimo ed assicurando migliori possibilità di qualificazione professionale.

Di fronte all'intensificarsi dell'inflazione le politiche economiche hanno reagito in maniera sorprendentemente uniforme. In senso lato, queste reazioni possono essere considerate come un ritorno al conservatorismo monetario e riflettono, tra l'altro, i crescenti dubbi sulla validità degli approcci gradualistici miranti a massimizzare in pari tempo entrambi gli obiettivi del mantenimento di elevati livelli produttivi e del graduale ritorno alla stabilità dei prezzi. Troppo spesso queste politiche hanno alimentato dannose aspettative di un'inflazione ancora più forte poiché hanno incoraggiato i privati e le imprese ad estendere notevolmente i loro orizzonti temporali per quanto riguarda la prevista durata dell'inflazione. Va infine osservato che le analogie nelle scelte di politica monetaria e fiscale dei vari paesi non sono state il risultato di un esplicito coordinamento, tranne che nel contesto del Sistema monetario europeo, ma piuttosto il frutto della comune minaccia inflazionistica. La generale preoccupazione di evitare le conseguenze inflazionistiche di un deprezzamento della propria moneta ha probabilmente indotto molti paesi ad elevare in modo più rapido e consistente i rispettivi tassi di interesse, in reazione al forte rialzo di quelli statunitensi. Tuttavia, nel marzo di quest'anno dopo che diversi paesi europei erano diventati restii a deprimere ulteriormente l'attività economica, i nuovi provvedimenti di restrizione e di controllo del credito adottati dagli Stati Uniti hanno comportato un sensibile, anche se effimero apprezzamento del dollaro nei confronti delle monete dell'Europa continentale. In aprile, il calo della moneta americana, accompagnato da un rapido e sensibile ribasso dei tassi di interesse negli Stati Uniti, ha reso meno arduo il dilemma per questi paesi.

I paragrafi seguenti offrono una breve rassegna della recente evoluzione negli orientamenti e nelle strategie di politica economica in alcuni paesi maggiori.

Alla metà del 1978, allorché iniziò la forte ascesa dei prezzi internazionali delle materie prime, gli *Stati Uniti* si trovavano di fronte ad un serio problema di inflazione endogena. In presenza di una vigorosa espansione in atto ormai dalla metà del 1975 e di una inflazione dei prezzi in aumento dagli inizi del 1977, l'economia si è dimostrata ostinatamente refrattaria ai provvedimenti restrittivi. Sebbene sia difficile individuare le cause di questo fenomeno, un fattore che vi ha certamente contribuito è stata la crescente intensità delle aspettative inflazionistiche abbinata alla facilità di accesso al credito. Una serie di rapide innovazioni tecnico-finanziarie, unitamente ad importanti modifiche normative iniziate fin dalla metà degli anni sessanta, ha creato un sistema creditizio altamente flessibile in cui i tassi di interesse sono diventati il principale fattore di restrizioni. Di fatto, in termini reali, i tassi di interesse erano tuttavia bassi.

L'attuale strategia di politica economica delle autorità statunitensi ha cominciato a delinearsi verso la fine del 1978. A quell'epoca, il grado di utilizzo della capacità

produttiva era giudicato elevato, ed il centro d'attenzione delle autorità si andava sempre più spostando dalla disoccupazione all'aumento dei prezzi. Nell'ottobre di quell'anno fu inasprita la politica fiscale e si resero più severe le direttive in materia di prezzi e di salari. Agli inizi di novembre, dopo un prolungato e forte calo del dollaro, le autorità adottarono una politica di intervento attivo sui mercati dei cambi, integrandola con un rialzo dei tassi di interesse e con il ricorso all'indebitamento in valuta estera. Questi provvedimenti segnano un punto di svolta nella politica valutaria americana. Nel corso del 1979, poiché l'inflazione continuava ad aumentare, sia l'azione fiscale che quella monetaria hanno assunto un corso più restrittivo, ma solo all'inizio dell'autunno si è nuovamente proceduto ad un sensibile rialzo dei tassi di interesse. Il 6 ottobre è stato varato un importante pacchetto di restrizioni monetarie; e nella scelta del campo operativo assumeva maggiore importanza la regolazione quantitativa della liquidità bancaria rispetto alla manovra dei tassi di interesse del mercato monetario. Questo mutamento nella strategia d'azione rispecchiava una maggiore risolutezza da parte delle autorità nel mantenere la crescita degli aggregati monetari in linea con gli obiettivi, nella consapevolezza che nel frattempo i tassi di interesse avrebbero oscillato in maniera più pronunciata.

Nuove difficoltà sono emerse agli inizi del 1980. La forte lievitazione dei prezzi sia alla produzione che al consumo, insieme ai crescenti dubbi sull'efficacia restrittiva della politica fiscale contemplata dal nuovo bilancio, ha accresciuto l'incertezza circa l'effettiva risolutezza delle autorità. A questo punto si rendevano indispensabili ulteriori provvedimenti restrittivi, che furono infatti adottati in marzo. In campo monetario veniva varato un importante programma di controlli diretti sul credito. Pur essendo specificatamente inteso ad integrare, piuttosto che sostituire, la politica basata sulla gestione della liquidità bancaria e sugli alti tassi di interesse, il programma conferiva temporaneamente alla Federal Reserve nuovi e ampi poteri. A rafforzamento dei provvedimenti monetari, venivano anche proposte riduzioni della spesa di bilancio e l'imposizione di una tassa sulle importazioni di petrolio. Successivamente, il *prime rate* praticato dalle banche toccava la punta del 20%, ma a metà aprile la scena monetaria veniva rapidamente mutata per effetto delle restrizioni creditizie imposte dal nuovo programma monetario e dei crescenti sintomi di un'incipiente recessione.

Nel *Regno Unito*, il governo conservatore, eletto nel maggio del 1979, riaffermava gli obiettivi di ridurre l'inflazione e la disoccupazione nel medio periodo, ma al tempo stesso ridefiniva nettamente la strategia di politica economica nel senso di un maggiore affidamento sui meccanismi di mercato. Nel bilancio di giugno e in successivi interventi, il governo presentava la propria strategia economica incentrata su alcuni elementi fondamentali. In primo luogo, veniva assegnato alla politica monetaria un ruolo preminente nel ridurre gradualmente il tasso di espansione dell'offerta di moneta e nell'estirpare la componente inflazionistica dal sistema, attraverso la limitazione della domanda nominale. In secondo luogo, la politica fiscale veniva resa più restrittiva in modo da contribuire a ridurre l'inflazione sia decurtando direttamente la domanda sia alleviando il peso del finanziamento del disavanzo di bilancio con mezzi monetari. Per il 1980-81 erano previste una riduzione in termini reali della spesa pubblica e una ridefinizione delle priorità di bilancio a scapito degli investimenti del settore pubblico. La limitazione del fabbisogno finanziario del settore pubblico, come obiettivo a medio termine, avrebbe dovuto incoraggiare gli investimenti privati e l'aumento della produttività. Il terzo elemento della strategia di politica economica del governo sarebbe stato conseguentemente quello di accrescere gli incentivi all'iniziativa del settore privato,

modificando il meccanismo tributario in modo da spostarne il baricentro dalla tassazione diretta sui redditi alla forma piú neutra dell'imposta sul valore aggiunto.

L'innovazione di maggior rilievo nella strategia economica del Regno Unito è stata la decisione del governo di astenersi dall'intervento diretto nelle negoziazioni salariali e di far ritorno ad un sistema di autonome contrattazioni collettive. In contropartita, il governo si impegnavo fermamente a seguire una severa politica monetaria e fiscale e ribadiva ripetutamente di non essere disposto a finanziare una rapida inflazione, precisando che ciò avrebbe comportato una limitazione nelle rivendicazioni salariali del settore privato se si voleva evitare un aumento della disoccupazione. L'adozione di questa sorta di politica dei redditi implicita rispecchiava da un lato la filosofia governativa del "*laissez faire*" e dall'altro l'insuccesso delle politiche dei redditi esplicite attuate dai precedenti governi. A sostegno della politica antinflazionistica del governo, si è permesso un apprezzamento esterno della sterlina.

In autunno, l'inizio della nuova tornata di contrattazioni salariali ha costituito il banco di prova della nuova strategia britannica. Uno sciopero di vaste proporzioni nell'industria siderurgica, protrattosi per tutto il primo trimestre del 1980, si è concluso con un accordo che, pur non determinando di per sé una flessione della tendenza ascendente dei salari, ha tuttavia evidenziato le notevoli perdite in termini di mancati guadagni che i lavoratori avrebbero subito in futuro nel tentativo di conseguire analoghi miglioramenti salariali. Questa esperienza è stata rafforzata sia da un brusco aumento della disoccupazione, che all'inizio del 1980 toccava un livello storico dalla fine della guerra, sia dai nuovi provvedimenti di bilancio annunciati dal governo alla fine di marzo. Il nuovo bilancio, inteso a smorzare ulteriormente le aspettative inflazionistiche, comprende un piano finanziario a medio termine che si estende fino al 1983-84. Esso prevede tra l'altro un costante abbassamento dei tassi di espansione monetaria e misure di contenimento della spesa pubblica.

In *Germania*, tradizionalmente la politica economica è fortemente orientata in senso antinflazionistico e lo scorso anno non ha fatto eccezione. I nuovi provvedimenti, soprattutto di politica monetaria, sono stati adottati nell'intento di limitare almeno parzialmente l'impatto espansivo degli interventi di politica economica dell'anno precedente. Durante i primi mesi del 1979, i provvedimenti di politica fiscale adottati l'anno prima avevano cominciato a ridurre la disoccupazione portando però verso una posizione di disavanzo la bilancia delle partite correnti. In aggiunta, nel secondo semestre del 1978, la Bundesbank era intervenuta direttamente sui mercati dei cambi ed aveva mantenuto basso il livello dei tassi di interesse nel tentativo di moderare l'apprezzamento del marco nei confronti del dollaro. Di conseguenza, nel 1978 il tasso di crescita degli aggregati monetari aveva notevolmente superato i valori di obiettivo, accrescendo il potenziale inflazionistico dell'economia.

Durante il 1979, le autorità tedesche si sono preoccupate in misura crescente sia di rallentare l'espansione economica interna sia di contenere le pressioni al ribasso sul marco, al fine di impedire un ulteriore aggravamento dell'inflazione. Nel corso dell'anno, i tassi di interesse sono stati sospinti verso l'alto e la Bundesbank ha cercato di mantenere l'espansione monetaria al limite inferiore dell'intervallo di crescita fissato come obiettivo. Tale intervallo di crescita era stato scelto per consentire alla Bundesbank una certa flessibilità nell'impiego dei tassi di interesse come strumento per fronteggiare le pressioni sul mercato dei cambi e per soddisfare il fabbisogno di liquidità dell'economia. Le autorità tedesche attribuiscono al livello della fascia-obiettivo un'influenza sulle

aspettative inflazionistiche e quindi sugli accordi salariali. Una certa preoccupazione si è pertanto diffusa quando, in occasione dei rinnovi contrattuali agli inizi del 1980, gli accordi conclusi erano andati al di là delle proiezioni ufficiali che tengono conto del corrente intervallo di crescita. Agli inizi del 1980, anche l'entità crescente del disavanzo esterno di parte corrente è stata un'importante causa di preoccupazione. Sono state prese diverse iniziative, fra cui ulteriori aumenti dei tassi di interesse, per assicurarne l'agevole finanziamento, ferma restando la sua riduzione come obiettivo di medio periodo.

Negli ultimi anni, anche in Germania, come in altri paesi, l'atteggiamento delle autorità nei confronti della politica fiscale è considerevolmente mutato, nel senso che viene assegnata sempre maggiore importanza all'impiego di provvedimenti fiscali per accrescere l'efficienza e la competitività dell'economia nel medio periodo facendo minor affidamento sulla politica fiscale come strumento in funzione anti-congiunturale. Questo diverso orientamento riflette sia il crescente impegno nell'incoraggiare la crescita della produttività sia, coerentemente, il desiderio di ridurre l'entità del fabbisogno di finanziamento del settore pubblico al fine di attenuare la pressione sul costo del credito per il finanziamento degli investimenti privati.

In Giappone gli orientamenti e le strategie di politica economica sono stati fortemente influenzati negli ultimi anni dall'andamento dei conti con l'estero e da quello del tasso di cambio. La fine del 1978, che ha coinciso con un forte calo dell'eccedenza di parte corrente rispetto alla punta massima del terzo trimestre e con l'inizio di un costante deprezzamento dello yen dopo i provvedimenti di sostegno del dollaro adottati in novembre dagli Stati Uniti, ha segnato l'inizio di un importante mutamento nella politica economica giapponese. In precedenza, le autorità avevano cercato di ridurre l'ingente avanzo con l'estero consentendo un forte apprezzamento dello yen e stimolando la ripresa economica. Ma agli inizi del 1979, con l'avvio di una forte ascesa dei prezzi all'ingrosso, l'attenzione delle autorità si è concentrata sull'esigenza di combattere l'inflazione.

L'accentuarsi dell'inflazione nel 1979, sebbene in parte derivante dalla crescente domanda interna, ha soprattutto rispecchiato il sensibile deprezzamento dello yen e l'aumento dei prezzi del petrolio e dei prodotti primari. In conseguenza di ciò, nel corso dell'anno il costo a livello di *input* delle materie prime nell'industria manifatturiera giapponese era aumentato ad un ritmo circa decuplo rispetto a quello dei prezzi al consumo. Data questa situazione, le autorità hanno cercato di influire sulle decisioni in materia di salari e di prezzi attraverso interventi di carattere informale. Dato il livello relativamente alto dei profitti, le imprese sono state sollecitate ad assorbire parte dell'incremento nei costi dei materiali e dell'energia. Ai lavoratori è stato chiesto di accettare adeguamenti salariali nominali che sarebbero risultati moderati in rapporto all'incremento dei prezzi al consumo. Poiché il sistema giapponese dei contratti salariali non comprende meccanismi di indicizzazione, ci si poteva attendere, in base all'esperienza del precedente biennio, che l'esito dei rinnovi contrattuali della primavera di quest'anno non avrebbe accentuato le esistenti tensioni inflazionistiche. In effetti, nel 1978 e 1979 i miglioramenti salariali nel settore manifatturiero erano stati notevolmente inferiori all'aumento della produttività del lavoro. Inoltre, le autorità hanno gradualmente inasprito la politica monetaria innalzando i tassi di interesse e rendendo più severi, nel quadro della cosiddetta "*window guidance*", i controlli sull'espansione degli impieghi bancari, sono intervenute in modo massiccio sui mercati dei cambi per sostenere lo yen e hanno preso iniziative per incoraggiare gli afflussi di capitali. Inoltre la crescente preoccupazione delle autorità, di fronte alla persistenza di ampi disavanzi di bilancio,

unitamente all'accettazione di un certo rallentamento dello sviluppo reale, ha condotto alla formulazione, nel bilancio per il 1980-81, di programmi volti a ridurre l'espansione della spesa pubblica.

Nel marzo 1980 è stata introdotta una nuova serie di provvedimenti a sostegno della moneta giapponese. Uno yen forte è considerato infatti una componente essenziale della politica antinflazionistica — e viceversa.

In *Francia*, la strategia economica ha continuato a recare l'impronta del piano Barre, adottato nel 1976 come programma a medio termine mirante ad abbassare il tasso di inflazione, a migliorare la situazione finanziaria delle imprese e a riportare in pareggio sia il bilancio dello Stato che i conti con l'estero. Inizialmente, si è proceduto a impostare su basi più realistiche la politica dei prezzi nel settore dei pubblici servizi. Quindi, facendo seguito alle misure prese nel 1978 per favorire il regime concorrenziale dei prezzi, con le quali fu esonerata dai controlli diretti la maggioranza dei prezzi industriali, nel corso del 1979 sono state liberalizzate anche le tariffe della maggior parte dei servizi privati ed i margini di profitto del settore commerciale. Al tempo stesso, sono state prese iniziative per ridurre la disoccupazione nell'ambito dei giovani, delle categorie di età superiore ai quarantacinque anni e dei disoccupati cronici.

Durante il 1979, in Francia l'inflazione si è intensificata meno che nella maggior parte degli altri paesi. In parte ciò ha rispecchiato un nuovo orientamento delle autorità disposte ad accettare, seppure con riluttanza, un alto tasso di disoccupazione, anche se durante l'estate esse hanno preso taluni provvedimenti a sostegno dell'attività economica. Tuttavia, gli obiettivi di crescita reale sono rimasti contenuti, e si è data esplicita priorità alla stabilità del franco nel quadro del generale sforzo teso a ridurre l'inflazione. Le autorità francesi anettono grande importanza al successo del Sistema monetario europeo e, più in generale, hanno dimostrato negli ultimi anni di essere disposte ad accettare sensibili movimenti nei tassi di interesse. Gli obiettivi di politica monetaria sono definiti in termini di direttrici di crescita dell'offerta di moneta, considerate compatibili con la stabilità del tasso di cambio. Nel perseguimento dell'obiettivo viene attribuita particolare importanza all'azione restrittiva della politica fiscale ed ai controlli quantitativi del credito diretto al settore privato. Sono stati inoltre compiuti particolari sforzi per promuovere le vendite all'estero e, di norma, il credito all'esportazione è stato escluso dai massimali sugli impieghi bancari.

In *Italia*, lo scorso anno l'economia reale ha continuato ad espandersi vigorosamente, la bilancia delle partite correnti si è nuovamente chiusa in attivo e la lira si è mantenuta forte. Tuttavia, in presenza di un tasso di inflazione costantemente più alto di quello della maggior parte degli altri paesi industriali e di una disoccupazione anch'essa a livelli inquietanti, l'economia italiana si è trovata in una posizione delicata nell'affrontare il nuovo *shock* petrolifero.

Nell'agosto 1979 il nuovo governo di coalizione ha delineato un programma economico incentrato sulla crescita della produttività del lavoro e sull'aumento degli investimenti capaci di creare nuovi posti di lavoro. Agli inizi di ottobre il governo ha presentato un progetto di bilancio ed i criteri informativi della politica economica per il 1980, proponendo l'adozione di incentivi fiscali per contrastare il rallentamento economico; queste proposte sono state tuttavia oggetto di un dibattito protrattosi per un semestre, ed hanno subito importanti modifiche prima di essere approvate in Parlamento. Per contro, la politica monetaria aveva assunto un indirizzo sempre più restrittivo e ai primi di ottobre e di dicembre sono stati decisi forti rialzi del saggio ufficiale di sconto.

Sebbene il settore pubblico registri un disavanzo assai ampio, il cui finanziamento incide per oltre la metà sull'espansione del credito interno, i provvedimenti di restrizione del credito al settore privato sono stati il principale strumento di azione della politica antinflazionistica. In effetti, le autorità non hanno esitato ad applicare severi massimali sugli impieghi bancari e ad imporre un livello assai elevato dei tassi di interesse. Data la prontezza con cui i salari rispondono agli incrementi dei prezzi a causa della diffusa applicazione di sistemi di indicizzazione, viene annessa grande importanza alla stabilità del tasso di cambio.

In *Svizzera*, per molti anni a partire dal 1975 la Banca Nazionale ha perseguito l'obiettivo della stabilità dei prezzi contenendo l'espansione monetaria entro i limiti fissati dall'obiettivo di crescita. Tuttavia, poiché nei primi tre anni le autorità erano giunte assai vicino al conseguimento dell'obiettivo prefissato e, al tempo stesso, si era ottenuta la stabilità dei prezzi, il franco svizzero aveva acquistato una forte attrattiva per gli investitori esteri. Dalla metà del 1977 al settembre 1978 il franco si apprezzò in maniera sensazionale, riducendo la competitività dell'industria svizzera di esportazione. Di conseguenza, nell'ottobre del 1978 le autorità svizzere rinunciarono all'obiettivo monetario, optando per una politica del tasso di cambio, e nei mesi successivi intervennero al fine di ridurre di circa il 25% il valore del franco svizzero in termini di marchi tedeschi. Nondimeno, poiché le autorità elvetiche considerano il controllo sulla crescita degli aggregati monetari come essenziale per la stabilità dei prezzi nel medio periodo, alla fine del 1979, dopo un periodo di relativa stabilità dei tassi di cambio, hanno annunciato un nuovo obiettivo di crescita, questa volta riferito alla base monetaria. In considerazione dell'apprezzamento del dollaro agli inizi del 1980, le autorità monetarie si sono mostrate sempre più preoccupate circa il valore esterno del franco svizzero ed hanno annunciato la loro intenzione di impedirne il deprezzamento nei confronti del marco oltre il livello di FS 0,95 = DM 1.

In *Belgio*, le autorità perseguono energicamente l'obiettivo di limitare il crescente disavanzo delle partite correnti e di evitare di esporre l'economia, caratterizzata da un alto grado di apertura, alle notevoli pressioni inflazionistiche derivanti da un deprezzamento del tasso di cambio. La periodica ripetuta fragilità della bilancia dei pagamenti è dovuta a diversi fattori. Mentre le esportazioni belghe sono state ostacolate dal livello relativamente alto dei costi interni, le importazioni sono fortemente aumentate per l'incremento dei redditi delle Famiglie dovuto alla progressione relativamente rapida dei salari reali ed ai crescenti trasferimenti correnti dello Stato.

Anche l'entità del fabbisogno finanziario del settore pubblico, che è andato ampliandosi ad un ritmo sostenuto e costante rispetto al già elevato livello del 1975, è stata motivo di forte preoccupazione per le autorità belghe. Attualmente si stanno compiendo nuovi sforzi per cercare di ridurre la spesa pubblica, mentre in campo monetario le autorità hanno dimostrato a più riprese di voler difendere il franco belga ricorrendo ad ampi e flessibili aggiustamenti dei tassi di interesse.

In *Canada*, le autorità monetarie hanno perseverato nella politica di graduale riduzione dell'espansione monetaria per abbassare il tasso di inflazione nel lungo periodo. Lo scorso anno esse si sono attivamente impegnate per diminuire la spesa pubblica; più in particolare, al fine di attenuare le fluttuazioni del tasso di cambio fra il dollaro canadese e quello statunitense, i tassi di interesse sono stati manovrati in modo da mantenerli pressoché in linea con quelli degli Stati Uniti. Tenuto conto che il settore dei prodotti di esportazione sta attualmente operando ad un elevato grado di utilizzo della capacità, nel

breve periodo un ulteriore rafforzamento della sua competitività internazionale offrirebbe scarsi vantaggi reali, e pertanto agli inizi del 1980 è stata vigorosamente contrastata un'ulteriore pressione al ribasso sul dollaro canadese. Nel corso del 1979, il Canada, in quanto forte esportatore di prodotti primari, ha subito spinte inflazionistiche sia dal settore delle esportazioni sia attraverso le importazioni. Quando nel 1973-74 si verificò un fenomeno analogo, il sensibile miglioramento dei profitti aziendali e dei redditi agricoli fu seguito, dopo un certo intervallo di tempo, da un forte aumento delle retribuzioni, sfociato nell'introduzione di controlli diretti sui prezzi e sui salari. Questa volta, il mantenimento dei controlli sui prezzi del petrolio ha moderato l'impatto immediato sui prezzi esercitato dalle pressioni inflazionistiche esterne.

I problemi della disoccupazione e della produttività.

All'inizio del 1979, nella maggior parte dei paesi industriali, ad esclusione degli Stati Uniti, le politiche economiche erano orientate verso l'obiettivo di ridurre la disoccupazione. Alla fine dell'anno, tutti questi paesi avevano adottato strategie che potevano condurre, nel breve periodo, ad un minore utilizzo del potenziale produttivo, e nella maggior parte dei casi lo spostamento verso indirizzi più cauti implicava una prospettiva a medio termine di lenta crescita economica e la persistenza di un'elevata disoccupazione rispetto ai parametri del passato. In tale contesto, è diventato sempre più importante affrontare i problemi della disoccupazione strutturale e della lenta crescita della produttività. La rimozione di rigidità strutturali sul mercato del lavoro consentirebbe allo sviluppo economico reale di procedere ulteriormente ad un ritmo più rapido nel medio termine, senza generare nuove pressioni inflazionistiche. Inoltre, un miglioramento della produttività accrescerebbe lo spazio di manovra per un'espansione non inflazionistica della produzione e dei redditi.

La tabella seguente illustra l'andamento recente del tasso di disoccupazione nei paesi del Gruppo dei Dieci e nella Svizzera. Nel 1979 in molti di questi paesi esso si è

Tassi di disoccupazione.¹

Paesi	1957-73 tasso annuo		dicembre 1976	dicembre 1977	dicembre 1978	dicembre 1979	aprile 1980
	massimo	medio	valori percentuali				
Stati Uniti	6,8	5,0	7,7	6,2	5,9	5,9	7,0
Canada	7,1	5,5	7,5	8,5	8,1	7,1	7,5
Giappone	1,5	1,1	1,7	2,1	2,2	2,0	1,9 ²
Germania	3,7	1,4	4,4	4,5	4,1	3,5	3,6 ²
Francia	2,7	1,6	4,3	5,2	5,7	6,3	6,3 ²
Regno Unito	3,8	2,2	5,6	5,9	5,5	5,4	6,0
Italia ⁴	8,2	4,0	6,8	7,1	7,6	7,7	.
Belgio ⁴	6,3	3,7	6,5	7,3	7,5	7,7	7,3
Paesi Bassi	2,7	1,5	5,2	5,2	5,2	5,0	5,1
Svezia	2,5	1,5	1,5	1,8	2,1	1,7	1,8 ²
Svizzera	0,1	0,0	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2

¹Serie destagionalizzate, eccetto che per Belgio, Italia, Svezia e Svizzera. ²Marzo. ³Febbraio. ⁴Nuova serie decorrente dal dicembre 1976.

mantenuto pressoché stabile; peraltro è diminuito di un intero punto percentuale in Canada e di circa mezzo punto in Germania e in Svezia, ed è aumentato di mezzo punto percentuale in Francia. Nel primo trimestre del 1980, il tasso di disoccupazione è salito sensibilmente negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito. Rispetto ai livelli esistenti prima dell'impennata internazionale dei prezzi del 1973-74, i tassi di disoccupazione sono ora uniformemente alti. Tuttavia, la loro valutazione si è fatta più difficile a causa dei mutamenti intervenuti nella composizione e nelle caratteristiche della popolazione attiva. Nonostante una disoccupazione relativamente elevata, alcuni paesi hanno accusato scarsità di manodopera in svariati settori di qualificazione professionale.

Un altro aspetto preoccupante nell'andamento economico di alcuni paesi industriali è la lentezza con cui la produttività è andata aumentando negli ultimi anni. Non solo è stata deludente la crescita dei redditi reali, ma gli insufficienti guadagni di produttività hanno altresì contribuito indirettamente ad accrescere l'inflazione nei paesi in cui le politiche economiche erano state formulate sulla base di previsioni eccessivamente ottimistiche. Come mostra la tabella, dopo un recupero nel 1976, quando le economie industriali avevano cominciato a riprendersi dalla recessione, negli anni successivi la crescita della produttività si è mantenuta per lo più ben al disotto dei livelli rilevati nel periodo 1963-73. In Germania e in Italia nel 1979 la produttività riferita all'intero sistema economico è cresciuta più rapidamente che nel corso dell'anno precedente, mentre negli Stati Uniti e in Canada essa ha subito una flessione dopo essersi mantenuta praticamente invariata nel 1978. Tuttavia, se si osserva il solo settore manifatturiero, la situazione appare alquanto migliore, con sensibili incrementi di produttività registrati nel 1979 in Giappone, in Francia, in Germania e in Italia. Il problema della produttività sembrerebbe quindi riflettere in parte un costante spostamento delle forze di lavoro dall'industria manifatturiera, dove la produttività oraria per addetto è relativamente alta, verso il settore terziario, dove essa è mediamente più bassa. Le cause di questa tendenza, soprattutto nel loro nesso con l'andamento degli investimenti fissi, sono analizzate nel capitolo seguente.

Occupazione e produttività del lavoro.

Paesi	Occupazione					Produttività del lavoro*				
	1963-73 media	1976	1977	1978	1979	1963-73 media	1976	1977	1978	1979
medie annue, variazioni percentuali										
Stati Uniti. Sistema economico	2,1	3,1	3,4	4,1	2,2	1,6	2,5	1,7	0,1	-0,4
Industria manifatturiera	1,7	3,7	3,6	4,0	2,5	2,8	4,4	3,1	0,6	2,4
Canada. Sistema economico	3,1	2,1	1,8	3,3	4,0	2,4	3,3	0,6	0,1	-1,0
Industria manifatturiera	2,2	1,0	0,0	1,6	3,9	4,2	4,3	2,7	5,7	-0,4
Giappone. Sistema economico	1,4	0,9	1,4	1,2	1,3	8,7	5,5	4,0	4,7	4,6
Industria manifatturiera	2,7	0,0	-0,4	-1,0	0,5	11,7	12,3	5,1	8,0	12,1
Regno Unito. Sistema economico	0,1	-0,5	0,2	0,4	0,6	2,9	2,6	2,2	2,6	1,0
Industria manifatturiera	-0,6	-3,1	0,3	-0,5	-1,3	4,2	4,9	0,6	1,6	.
Francia. Sistema economico	0,8	0,5	1,0	0,0	.	5,5	4,6	3,2	3,5	.
Industria manifatturiera	1,0	-1,1	-0,8	-2,1	-1,4	.	9,2	5,1	4,6	6,0
Germania. Sistema economico	0,0	-1,1	-0,2	0,7	1,3	4,8	6,2	2,8	2,7	3,1
Industria manifatturiera	0,5	-2,4	-0,8	-0,6	0,4	5,8	8,9	4,5	3,2	5,0
Italia. Sistema economico	-0,3	0,8	1,1	0,4	0,1	5,1	5,1	0,8	2,1	4,8
Industria manifatturiera	0,4	-1,4	1,0	-0,8	0,3	5,7	9,0	-0,9	3,0	8,9

* I dati relativi all'industria manifatturiera sono rettificati sulla base delle ore lavorate.

In un contesto di elevata e crescente disoccupazione e di lenta espansione della produttività, nelle discussioni di politica economica si è dedicata maggiore attenzione ai provvedimenti che potrebbero rafforzare nel medio periodo il "lato dell'offerta" dell'economia. Diversi paesi hanno preso iniziative per affrontare il problema della disoccupazione strutturale, in parte nell'intento di attenuarne l'incidenza sulle categorie più svantaggiate, ma anche per contrastare o ridurre le rigidità sul mercato del lavoro.

Il dibattito sulle strategie dal lato dell'offerta per accelerare la crescita della produttività è stato reso più arduo dalla difficoltà di interpretare statisticamente il rallentamento della produttività stessa, specie negli Stati Uniti. Un notevole consenso è emerso intorno ad una politica di incentivazione degli investimenti, particolarmente nel settore energetico, dove essa potrebbe rivelarsi utile per diversi aspetti. Nel Regno Unito sono state apportate modifiche al sistema impositivo per accrescere gli incentivi all'attività del settore privato. Diversi paesi, tra cui spicca la Francia, hanno preso iniziative per razionalizzare la produzione nelle industrie in declino e per accrescere il ruolo dei meccanismi di mercato nell'allocazione delle risorse produttive. E' possibile che in taluni paesi queste innovazioni abbiano contribuito al recente miglioramento della produttività nel settore manifatturiero.

In alcuni paesi, le iniziative per far fronte ai problemi della disoccupazione strutturale e della debole crescita della produttività sono state recentemente limitate dal desiderio di comprimere i bilanci del settore pubblico. Mentre nel breve periodo può essere necessario contenere queste iniziative nel quadro di una risoluta politica per smorzare rapidamente le aspettative inflazionistiche, in seguito si dovrà dedicare una crescente attenzione a questi problemi, specie se le economie industriali riusciranno a conseguire soltanto un lento sviluppo economico nel tentativo di evitare nuove pressioni inflazionistiche.

III. DOMANDA, PRODUZIONE E POLITICA FISCALE.

Il rallentamento della crescita reale negli Stati Uniti e la simultanea espansione economica in altri paesi, primi tra i quali Germania e Giappone, sono stati l'anno scorso i tratti salienti dell'evoluzione economica. Questa variazione nelle posizioni relative, che si pone decisamente in linea con quanto previsto al vertice di Bonn nel luglio 1978, ha apportato alcuni elementi molto positivi. Essa concretamente ha contribuito sia al manifestarsi di una struttura piú equilibrata dei pagamenti correnti con l'estero sia al mantenimento di tassi di cambio piú stabili. Al tempo stesso, tuttavia, l'aggiustamento nei tassi relativi di crescita si è verificato a un livello di domanda globale internazionale eccessivamente alto, in particolare se si considerano le attuali condizioni dell'offerta sui mercati mondiali del petrolio e delle altre materie prime. Come conseguenza si è avuta una forte, e in gran parte inattesa, accelerazione dell'inflazione in tutti i paesi industriali.

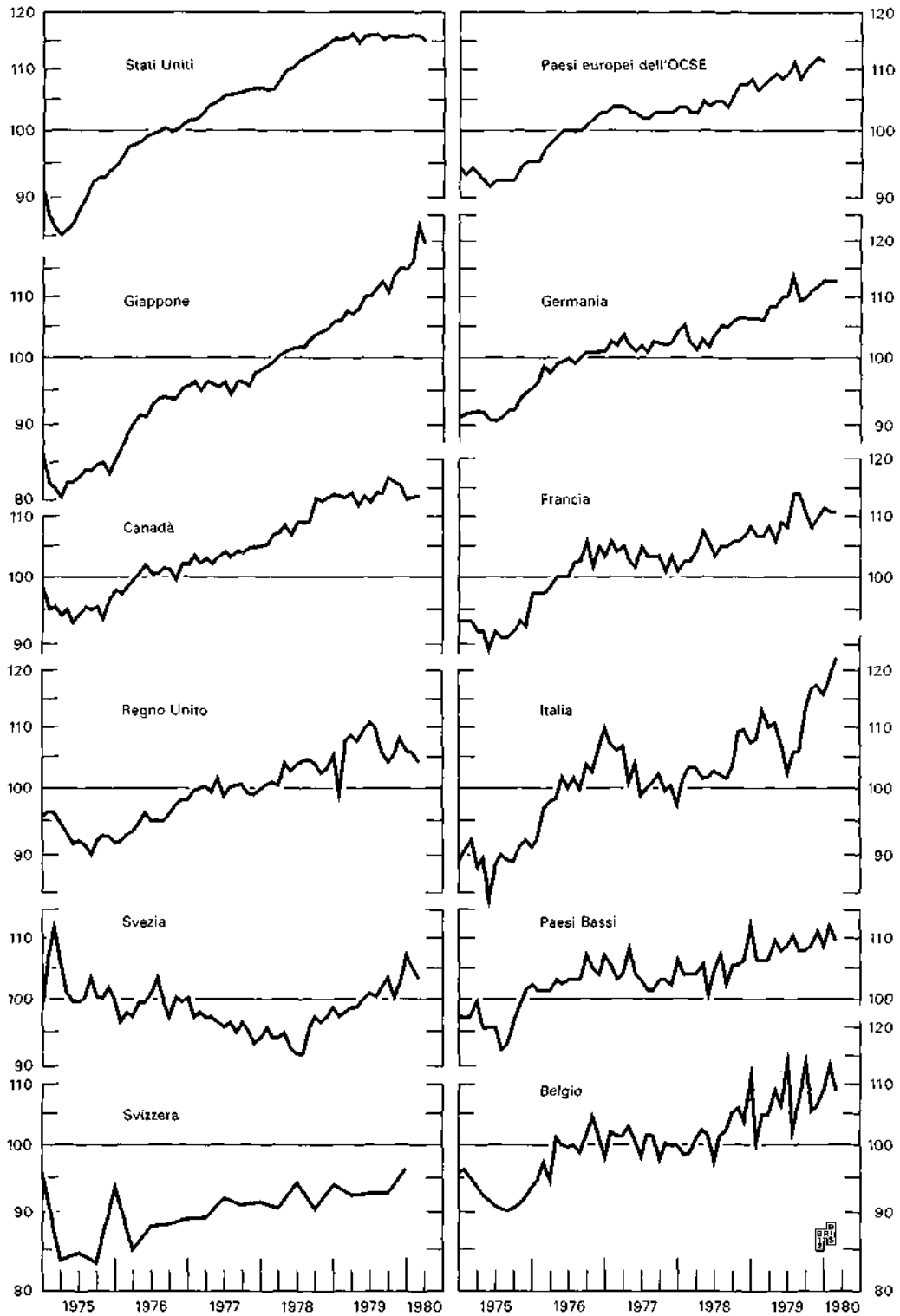
Fra l'altro, l'esperienza dell'anno scorso mette in rilievo alcuni dei rischi inerenti agli sforzi sul piano internazionale per coordinare le politiche della domanda. Forse il problema consisteva parzialmente nel fatto che col tempo l'aggiustamento nelle posizioni relative si sarebbe comunque in gran parte verificato in conseguenza delle precedenti variazioni relative nei tassi di cambio reali. Un'altra difficoltà, tuttavia, è derivata dal fatto che la domanda interna degli Stati Uniti non si è ridotta nella dimensione attesa. In una certa misura è possibile che siano state le reazioni di spesa all'inflazione stessa a sostenere la pressione generalizzata della domanda negli Stati Uniti, e questa possibilità ha generato con il procedere dell'anno una crescente inquietudine fra i responsabili della politica economica. Come descritto nel presente capitolo, una delle risposte fornite dai governi alla nuova situazione inflazionistica è consistita nel dare un indirizzo generalmente piú restrittivo alle politiche fiscali, e tale tendenza si è andata intensificando nei primi mesi del 1980. Questo fatto, unito alla restrizione monetaria e all'impatto deflazionistico della nuova eccedenza dei paesi dell'OPEC, ha ora prodotto i tipici segni di un'incombente recessione.

Il peggioramento della situazione del petrolio ha inoltre sollevato ancora una volta, e in modo piú pressante, il problema dell'aggiustamento fondamentale a piú lungo termine necessario nel settore dell'energia. Per di piú, al rallentamento nella dinamica della produttività verificatosi in generale dal 1973 si è aggiunta la preoccupazione in molti paesi per quanto concerne i livelli relativamente bassi di crescita degli investimenti delle imprese a partire dalla prima crisi del petrolio. L'azione di politica economica a tale riguardo si è imperniata sulla riduzione dell'inflazione, considerata come il metodo piú promettente per creare un ambiente favorevole agli investimenti.

La produzione e le componenti della domanda.

Il 1979 è un anno difficile da caratterizzare dal punto di vista dell'evoluzione economica. Da un lato, il tasso di crescita della produzione complessiva dei paesi industriali si è ridotto da quasi il 4% nel 1978 a poco piú del 3%, valore che rappresenta l'incremento piú basso dalla recessione del 1975. Dall'altro, questo aumento è stato piú forte di quanto previsto, o addirittura, come nel caso degli Stati Uniti, di quanto si desiderava. Ciò vale in particolare per l'ultima fase dell'anno, quando in conseguenza degli effetti congiunti della nuova crisi del petrolio e del ricorso a una

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



politica monetaria e fiscale piú restrittiva, in generale ci si poteva attendere una dinamica piú contenuta. Tuttavia, come mostra il grafico della produzione industriale, nell'Europa occidentale e nel Giappone il ritmo di crescita — in parte stimolato dalle variazioni nella politica fiscale avvenute nel 1978 — è rimasto sostenuto durante tutto l'anno. E negli Stati Uniti non vi è stato alla fine dell'anno alcun mutamento nel trend sostanzialmente livellato della produzione stabilitosi già in precedenza. Una parziale spiegazione del fenomeno può essere il fatto che una parte dell'attività economica è slittata nella seconda metà dell'anno in conseguenza delle avversità atmosferiche dei primi mesi del 1979. Più significativa è stata, tuttavia, la costanza di comportamento del consumatore americano nonostante il calo del reddito disponibile reale, che si è tradotta in una forte caduta nel tasso di risparmio nel corso dell'anno.

Cionondimeno la diminuzione del tasso complessivo di crescita dei paesi industriali è in termini aritmetici interamente dovuta agli Stati Uniti, dove il prodotto nazionale lordo è aumentato solamente del 2,25%, rispetto a quasi il 4,5% del 1978. Assumendo

Maggiori paesi industriali:
dinamica del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti e delle sue componenti.

Paesi	Anni	PNL a prezzi costanti	Consumi		Investimenti fissi lordi			Esporta- zioni	Importa- zioni	Variazio- ni nelle scorte ¹
			privati	pubblici	privati	escluse abita- zioni	abita- zioni				pubblici
variazioni percentuali annue										
Stati Uniti . .	1976	5,9	5,9	1,3	4,8	23,2	- 6,6	6,8	19,1	0,5
	1977	5,3	5,0	3,2	8,7	20,7	- 6,5	2,4	9,7	1,0
	1978	4,4	4,5	1,1	8,4	4,2	6,9	10,7	11,0	1,1
	1979	2,3	2,6	1,3	6,2	- 5,7	- 6,2	10,1	4,5	0,7
	1979 IV	1,0	1,6	0,8	3,4	- 7,0	- 2,8	9,2	3,1	0,1
Giappone . .	1976	6,5	4,5	3,6	1,4	8,6	2,8	20,0	8,0	0,8
	1977	5,4	3,8	4,0	3,1	1,5	12,3	11,2	3,5	0,6
	1978	6,0	5,5	5,9	7,0	6,1	18,3	1,9	8,2	0,6
	1979	6,0	5,9	4,6	16,5	- 2,4	3,2	6,6	18,1	1,1
	1979 IV	6,4	4,1	2,5	11,3	- 5,0	0,5	16,5	9,4	1,1
Germania . .	1976	5,3	3,4	2,0	6,7	6,2	- 3,0	11,5	11,1	1,4
	1977	2,6	3,1	0,6	7,1	3,0	- 4,3	4,3	4,7	1,1
	1978	3,5	3,5	3,9	6,8	4,2	7,7	4,4	5,9	0,8
	1979	4,4	2,8	2,8	9,5	8,6	5,0	5,0	10,2	2,4
	1979 IV	4,4	2,6	2,8		9,9		3,6	8,8	1,9
Francia . . .	1976	5,1	5,6	6,1	6,1	- 1,3	. ²	10,7	20,7	1,3
	1977	2,9	3,1	0,4	0,1	- 2,7	. ²	8,4	2,0	1,2
	1978	3,7	4,5	7,8	2,6	- 1,6	. ²	6,4	6,3	0,7
	1979	3,4	3,4	5,0	3,6	1,2	. ²	7,6	11,9	1,7
	1979 IV	3,9	3,0	1,3		4,9		8,2	8,4	2,6
Regno Unito	1976	3,6	0,2	1,9	3,0	- 0,2	- 2,3 ³	9,1	4,2	0,4
	1977	0,8	- 1,3	- 1,0	9,4	- 6,8	- 13,6 ³	6,6	1,0	1,1
	1978	3,1	5,5	2,0	7,4	13,9	- 8,9 ³	1,9	3,7	0,7
	1979	0,6	4,5	1,1	- 0,2	- 15,2	- 2,5 ³	2,0	11,0	1,7
	1979 IV	- 1,0	2,8	0,2	- 0,8	- 1,1	1,0 ³	3,5	14,0	0,9
Italia	1976	5,9	3,5	2,6	4,4	- 3,4	. ²	13,2	15,4	2,6
	1977	1,9	2,3	2,3	- 0,9	1,2	. ²	6,7	- 0,2	1,2
	1978	2,6	2,9	1,8	- 0,6	1,2	. ²	10,1	8,1	0,9
	1979	5,0	5,1	2,7	5,7	1,2	. ²	8,9	14,0	2,0
	1979 IV	5,1		6,4		4,0		0,9	4,2	
Canadà . . .	1976	5,4	6,3	1,6	- 0,4	19,3	- 6,5	9,3	8,3	0,8
	1977	2,4	2,9	2,9	1,2	- 5,1	- 0,3	7,0	2,2	0,2
	1978	3,4	3,0	1,3	1,0	- 4,6	2,2	9,3	4,1	0,4
	1979	2,9	2,3	- 0,9	10,4	- 7,4	- 0,2	3,0	5,6	1,6
	1979 IV	2,1	1,5	- 1,8	12,8	- 6,0	- 1,1	- 0,5	0,0	1,4

¹In percentuale sul PNL dell'anno precedente. ²Inclusi nel settore privato. ³Comprende le imprese pubbliche.

come base di raffronto il quarto trimestre di ciascun anno, l'incremento nella produzione è stato solamente dell'1%. Negli altri paesi lo scorso anno la crescita è stata, in media, appena maggiore (quasi il 4% rispetto al 3,75%) quantunque questo risultato nasconda tendenze piuttosto diverse da un paese all'altro. Come mostrano le tabelle, il tasso di crescita è aumentato moderatamente in Germania, e in misura più rilevante in Italia, in Austria e nei paesi scandinavi con l'eccezione della Norvegia. Nel Regno Unito, per contro, il tasso di crescita si è ridotto sensibilmente a causa sia dell'ulteriore perdita di competitività internazionale, sia dell'inasprimento delle politiche antinflazionistiche. Anche nel Canada la crescita è stata inferiore a quella verificatasi nel 1978.

L'anno scorso nei paesi industriali il settore privato ha sostenuto gran parte della domanda di beni e servizi. I livelli senza precedenti a cui è scesa negli Stati Uniti la propensione al risparmio ed il suo ulteriore calo sono un fenomeno quasi certamente unico; nonostante gli effetti reali di reddito derivanti dai rincari del petrolio ed il simultaneo riemergere dell'eccedenza esterna dei paesi aderenti all'OPEC, vi sono stati apprezzabili incrementi assoluti nella spesa per consumi in Giappone, Italia e Regno Unito. In Germania l'aumento è stato di quasi il 3% e, nell'ambito delle economie minori, anche l'Austria, il Belgio, la Finlandia e la Svezia hanno fatto registrare discreti incrementi nella crescita dei consumi. In parte questa dinamica relativamente sostenuta è senz'altro dovuta agli effetti degli alleggerimenti fiscali di cui aveva beneficiato nel 1978 il settore delle famiglie, anche se essi hanno iniziato ad esaurirsi nel corso del 1979. Nel Regno Unito la crescita dei consumi è stata peraltro sostenuta anche da un'accelerazione della dinamica salariale, nonostante le politiche monetarie e fiscali restrittive, e il tasso di risparmio delle Famiglie è persino cresciuto.

In aggiunta ai consumi, in molti paesi sono cresciuti anche in modo considerevole gli investimenti delle imprese private. Ciò è valso particolarmente nel caso di Giappone, Germania e Canada, dove sono cresciuti i tassi di utilizzo della capacità produttiva e sono migliorati i profitti. Non desta sorpresa invece che la crescita reale nella spesa per investimenti delle imprese abbia subito negli Stati Uniti un certo rallentamento, rimanendo pur tuttavia ben superiore al 5%.

Anche negli Stati Uniti ha iniziato a decrescere l'investimento privato in abitazioni. Tuttavia, in seguito alla precedente revoca di alcuni vincoli presenti sul mercato del credito all'edilizia, questo settore non si è trovato di fronte a una brusca contrazione della effettiva disponibilità di finanziamento, come era invece avvenuto in numerose altre occasioni. Di conseguenza, benché il costo dei prestiti ipotecari sia cresciuto in modo considerevole (almeno in termini di tassi di interesse nominali) la caduta nella spesa per abitazioni non è giunta così rapida, né è stata così drastica come avrebbe potuto essere. In tal modo, anche il settore delle abitazioni ha verosimilmente contribuito all'evidente riluttanza dell'economia americana ad entrare "tempestivamente" in una fase di recessione. Negli altri paesi, con tassi di interesse parimenti in forte rialzo, l'investimento in abitazioni è stato in prevalenza debole, — con le sole rilevanti eccezioni della Germania e della Svizzera — e nel caso del Regno Unito esso ha subito una decisa contrazione.

Probabilmente lo scorso anno il fattore più importante di contenimento della domanda globale va ricercato nella crescita più lenta della domanda diretta di risorse reali — per consumi ed investimenti — da parte del settore pubblico. Come mostrano le tabelle, questa per lo più è stata l'esperienza dei paesi maggiori e, nel loro ambito, si rileva una riduzione particolarmente forte nella crescita dell'investimento pubblico in Giappone.

Per contro, nel 1979 un rilevante contributo positivo è provenuto dalla formazione delle scorte, fatta eccezione per gli Stati Uniti. Nei paesi in cui è rallentata la domanda finale (escluse le scorte) l'aumento delle giacenze può in parte essere stato non intenzionale, benché ciò sia poco probabile nel caso del Giappone e della Germania; un ulteriore fattore è consistito senza dubbio negli acquisti cautelativi e speculativi effettuati di fronte al rincaro dei prodotti primari. Tuttavia, la dimensione dell'accumulazione di scorte è stata tale da mettere in forse le precedenti speranze di poter evitare la ricomparsa di un notevole eccesso di giacenze (in relazione alle vendite) e con essa un nettissimo ridimensionamento, come quello prodottosi nel 1974-75.

L'ultima posta del prodotto nazionale lordo dal lato della spesa è costituita dal saldo dell'interscambio reale con l'estero — ossia dalle esportazioni nette di beni e

Altri paesi industriali:
dinamica del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti e delle sue componenti.

Paesi	Anni	PNL a prezzi costanti	Doman- da finale ¹	Consumi		Investimenti fissi lordi privati			Esporta- zioni	Importa- zioni
				privati	pubblici	escluse abita- zioni	abita- zioni	pubblici		
variazioni percentuali annue										
Austria	1976	6,2	1,6	4,6	3,7	10,5	1,3	. ²	12,2	20,7
	1977	3,7	4,2	6,2	1,9	11,1	2,6	. ²	6,1	9,5
	1978	1,5	0,9	— 3,4	3,0	— 9,5	2,2	. ²	5,7	— 2,4
	1979	5,2	5,0	5,1	3,0	10,0	1,0	. ²	10,9	10,3
Belgio	1976	5,4	4,4	5,4	4,1	— 2,0	15,7	7,1	9,4	9,9
	1977	0,9	1,0	2,1	3,4	— 1,6	— 0,6	— 0,2	14,0	15,5
	1978	2,5	2,8	2,4	6,4	3,2	2,7	— 2,9	3,9	4,1
	1979	3,3	2,5	3,6	3,0	4,2	— 0,8	6,0	6,1	6,8
Danimarca . . .	1976	7,0	4,7	7,2	2,4	21,4	27,3	— 0,9	4,5	16,5
	1977	1,9	2,0	0,4	3,1	0,5	—10,5	— 5,1	4,7	— 1,2
	1978	1,3	1,1	— 0,8	5,5	0,9	3,5	3,1	3,8	1,6
	1979	3,5	1,7	3,0	5,4	4,0	— 8,0	— 0,5	8,6	5,5
Finlandia	1976	0,3	2,7	0,9	5,6	— 9,6	— 8,2	— 4,6 ³	14,7	— 3,5
	1977	0,4	1,8	— 1,4	4,1	—10,6	4,9	— 0,1 ³	9,4	— 6,3
	1978	1,4	2,3	1,2	5,0	—15,6	— 1,3	2,0 ³	8,0	— 3,8
	1979	6,6	2,9	5,3	3,5	8,3	— 2,5	— 0,9 ³	9,0	16,8
Paesi Bassi . . .	1976	5,3	3,7	5,7	4,0	— 6,2	2,5	0,5	10,1	10,3
	1977	2,8	3,3	4,9	3,4	18,2	15,8	—12,8	— 1,5	3,0
	1978	2,4	1,8	3,7	2,4	5,2	2,5	— 3,6	3,5	6,5
	1979	2,3	2,8	2,5	4,5	3,2	— 6,0	2,0	7,2	6,5
Norvegia	1976	6,8	6,9	6,1	7,4	13,1	2,5	3,8	11,3	12,3
	1977	3,6	5,7	6,9	4,9	3,5	2,9	5,4	3,6	3,4
	1978	3,0	4,7	— 3,8	4,4	—21,4	8,1	5,4	8,7	—13,5
	1979	3,7	0,4	0,5	2,4	—11,4	5,9	—10,0	5,9	1,0
Spagna	1976	3,0	3,0	4,3	5,3		— 2,0		14,4	10,3
	1977	2,6	3,6	1,9	3,7		— 1,2		9,6	— 5,5
	1978	2,5	2,1	2,1	5,5		— 4,0		11,0	— 0,8
	1979	1,6	1,3	1,9	5,0		— 0,4		5,5	9,0
Svezia	1976	1,3	2,2	4,0	4,4	1,4	— 8,8	0,8	4,7	7,4
	1977	— 2,5	0,9	— 0,9	2,6	— 5,0	— 2,1	— 0,1	0,6	— 3,3
	1978	2,4	3,5	— 0,7	3,2	—19,7	17,9	1,0	7,6	— 6,4
	1979	4,1	2,5	2,3	4,5	9,1	1,5	7,1	6,3	10,8
Svizzera	1976	— 0,6	— 1,9	1,1	2,7	— 9,8	—13,6	. ²	9,3	11,5
	1977	2,8	3,0	3,0	0,5	0,4	7,0	. ²	9,2	8,5
	1978	0,2	— 0,4	2,2	1,6	1,8	15,1	. ²	4,1	11,4
	1979	0,7	0,9	1,5	1,0	6,4	10,0	. ²	2,0	6,0

¹Variazione del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti meno investimenti netti in scorte. ²Inclusi nel settore privato. ³Comprende le imprese pubbliche.

servizi. Per i paesi industriali considerati nel loro insieme l'incidenza di questa voce è stata l'anno scorso negativa in misura dello 0,5% circa del prodotto nazionale lordo. Ciò è stato in gran parte dovuto a un marcato incremento nella crescita delle importazioni alimentato dalla domanda interna e, in particolare nel caso del Regno Unito, della Svizzera, del Giappone e della Germania, da variazioni in termini di competitività. La crescita delle esportazioni è stata in generale alquanto forte e in molti casi più rapida che nel 1978. Occorre peraltro considerare che una parte consistente dell'impatto deflazionistico netto del saldo con l'estero dei paesi industriali si è presentata nella forma di un deterioramento delle ragioni di scambio (essenzialmente un aumento nei prezzi delle importazioni) e si è quindi ripercossa sul reddito *reale* disponibile dell'Economia con effetti sulla domanda già trattati in connessione con la spesa del settore privato.

Nell'ambito dei paesi maggiori, gli Stati Uniti hanno costituito la sola eccezione alla generale evoluzione sfavorevole delle esportazioni reali nette. La perdita di vigore della domanda interna ha causato un sensibile rallentamento nella crescita in quantità delle importazioni, passata dall'11 al 4,5%, mentre le esportazioni reali hanno continuato a crescere a un tasso annuo del 10%. L'anno scorso, quindi, dal lato delle importazioni si è progressivamente ridotto lo stimolo proveniente alla domanda mondiale dall'economia degli Stati Uniti.

Per quanto concerne gli altri paesi, l'espansione interna del Giappone e della Germania ha esercitato in misura crescente un effetto di trazione sulle importazioni, mentre nel caso del Canada il peggioramento nell'interscambio con l'estero è stato in primo luogo la conseguenza di una caduta nella crescita delle esportazioni verso il suo maggiore mercato estero. Il Regno Unito presenta un'evoluzione piuttosto atipica: il saldo reale con l'estero si è contratto in misura non inferiore al 2,5% del prodotto nazionale lordo, nonostante il petrolio del Mare del Nord. Alla componente estera va quindi attribuita in termini aritmetici la maggior parte del rallentamento nella crescita produttiva, scesa allo 0,5%. La ragione principale sembra consistere nel peggioramento della competitività dei prodotti britannici - verosimilmente sia in termini di prezzo sia in relazione ad altri fattori. Dal lato dei prezzi l'ulteriore notevole perdita di concorrenzialità è derivata dall'azione congiunta di un'accelerazione della dinamica dei salari e di un tasso di cambio crescente, che da questo punto di vista ha accentuato il problema, benché dal lato dei costi all'importazione esso abbia contemporaneamente contribuito ad alleviare le pressioni inflazionistiche.

A giudicare dai dati sulla produzione industriale (cfr. grafico a pagina 35) e da taluni indicatori-guida, i primi mesi del 1980 sembrano recare i segni premonitori di un incipiente rallentamento della crescita produttiva. Tuttavia, all'epoca della stesura della Relazione, questi sintomi non sono generali e, anche nei paesi dove essi sono abbastanza evidenti - Stati Uniti, Regno Unito e Canada - il fenomeno è ancora di intensità ben diversa da quella del 1974-75. In Giappone e nei paesi continentali dell'Europa occidentale la produzione industriale pare che abbia continuato a crescere ad un ritmo piuttosto rapido dopo il volgere dell'anno. Ma nel caso importante degli Stati Uniti e nel Regno Unito, il tasso di disoccupazione ha iniziato a salire nettamente. Dato l'intensificarsi degli effetti restrittivi sulla domanda dovuti sia ai mutamenti di politica economica interna sia alla cresciuta eccedenza dei paesi OPEC, potrebbe non trascorrere molto tempo prima che movimenti di natura analoga si instaurino anche in altri paesi.

La propensione al risparmio delle Famiglie e la recrudescenza dell'inflazione.

Dal punto di vista della domanda aggregata mondiale l'andamento del risparmio delle Famiglie è stato uno dei principali sviluppi giunti inattesi nel 1979, in particolare negli Stati Uniti, dove hanno svolto un importante ruolo le crescenti aspettative inflazionistiche. A questo riguardo, le reazioni della spesa all'attuale crisi petrolifera si sono finora differenziate in modo piuttosto netto da quelle manifestatesi nel 1973-75.

Infatti nel 1979 la propensione al risparmio nei maggiori paesi sembra aver avuto mediamente una leggera flessione, esercitando così un effetto espansivo sulla domanda. La Germania ed in particolare il Regno Unito sembrano costituire le principali eccezioni a questa tendenza generale. Nondimeno, prescindendo dagli Stati Uniti, il risparmio è rimasto a livelli molto elevati rispetto ai parametri passati, anche in quei paesi, quali l'Italia e il Regno Unito, dove l'inflazione è stata particolarmente forte. Sorge così una netta dicotomia fra il comportamento dei consumatori degli Stati Uniti e quello degli altri paesi — una dicotomia che probabilmente riflette in parte le due possibili, benché contraddittorie, risposte all'inflazione. Da una parte, in quanto l'inflazione erode in termini reali il valore della ricchezza finanziaria del settore famiglie (cioè i tassi reali di interesse diventano negativi nel momento stesso in cui gli alti tassi nominali comprimono il valore capitale), i risparmiatori possono essere indotti ad accantonare una quota maggiore di reddito allo scopo di mantenere il valore reale del patrimonio al livello desiderato. D'altra parte, tuttavia, le perdite di valore reale subite detenendo attività finanziarie possono stimolare i privati a diversificare in modo considerevole il proprio patrimonio a favore delle attività reali, quali le abitazioni, considerate beni-rifugio contro l'inflazione. Oppure, gli acquisti di beni di consumo durevoli e di altri beni non deperibili possono essere anticipati e, poiché tale fenomeno ha necessariamente un limite, potrebbe semplicemente prodursi un incremento nella spesa per beni di immediato godimento.

I dati relativi agli Stati Uniti suggeriscono che, contrariamente a quanto avvenuto nel 1973-75, i consumatori di questo paese sono stati propensi a seguire la seconda delle due possibili reazioni. Tuttavia, la flessione della propensione al risparmio verificatasi l'anno scorso in misura inferiore a 0,5 punti percentuali, non appare a prima vista particolarmente preoccupante. Nondimeno, se si considera l'andamento *durante* l'anno i motivi di inquietudine crescono. I dati sono significativi anche perché nel marzo di quest'anno sono stati di impulso a ulteriori provvedimenti congiunturali, in campo sia fiscale, sia di controllo creditizio. Il governo ha agito in base a motivazioni diverse. Da

Quota di risparmio sul reddito disponibile delle Famiglie.

Paesi	1975	1976	1977	1978	1979
	in percentuale				
Stati Uniti	7,7	5,8	5,0	4,9	4,5
Canadà	10,9	10,2	10,0	10,4	10,3
Giappone	22,5	22,4	21,1	20,1	19,5
Francia	18,6	16,4	16,9	17,8	16,7
Germania	16,4	14,7	13,7	13,8	14,6
Italia	25,4	23,7	25,8	26,4	26,7
Regno Unito	14,0	13,4	13,3	14,2	15,8

un lato, posto l'obiettivo di stimolare le esportazioni nette e gli investimenti fissi delle imprese, è stata mantenuta un'eccessiva pressione di altre componenti della domanda, con ovvi effetti dal lato dell'inflazione. Ma un aspetto forse più importante è che la tendenza calante della propensione al risparmio ha messo in luce una crescente psicologia inflazionistica e ha fatto sorgere il timore che la situazione stesse sfuggendo di mano. Infatti, i dati preliminari fanno ritenere che nei primi mesi di quest'anno il risparmio si sia addirittura ulteriormente ridotto. Un altro fattore di inquietudine è stato il concomitante aumento nell'indebitamento dei consumatori, portatosi ad un livello ritenuto economicamente non sano, dato il rischio di una conseguente eccessiva reazione deflazionistica che accentuerebbe inopportunamente la prevista recessione. Tuttavia, è fenomeno abbastanza abituale che la propensione al risparmio tenda a diminuire leggermente allorché vi è una compressione del reddito reale disponibile. E, come mostrano i dati, le pressioni sui consumatori a questo riguardo sono state abbastanza notevoli nel corso dell'anno passato. In altri termini, la tendenza calante della quota di risparmio nel 1979 può anche essere dovuta alla dinamica del reddito reale, sebbene i fattori inflazionistici siano stati chiaramente prevalenti.

Reddito e risparmio delle Famiglie negli Stati Uniti.

Voci	1960-69	1970-74	1975	1976	1977	1978	1979	1979			
								I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre
	in percentuale										
Quota di risparmio ¹	5,9	7,3	7,7	5,8	5,0	4,9	4,5	5,0	5,4	4,3	3,5
Quota di risparmio finanziario ²	3,7	5,8	7,1	4,5	3,0	2,8	2,8	2,8	3,8	2,6	2,0
Reddito disponibile a prezzi costanti ³	4,1	3,4	2,1	3,7	4,2	4,6	2,3	4,2	2,8	1,8	0,5

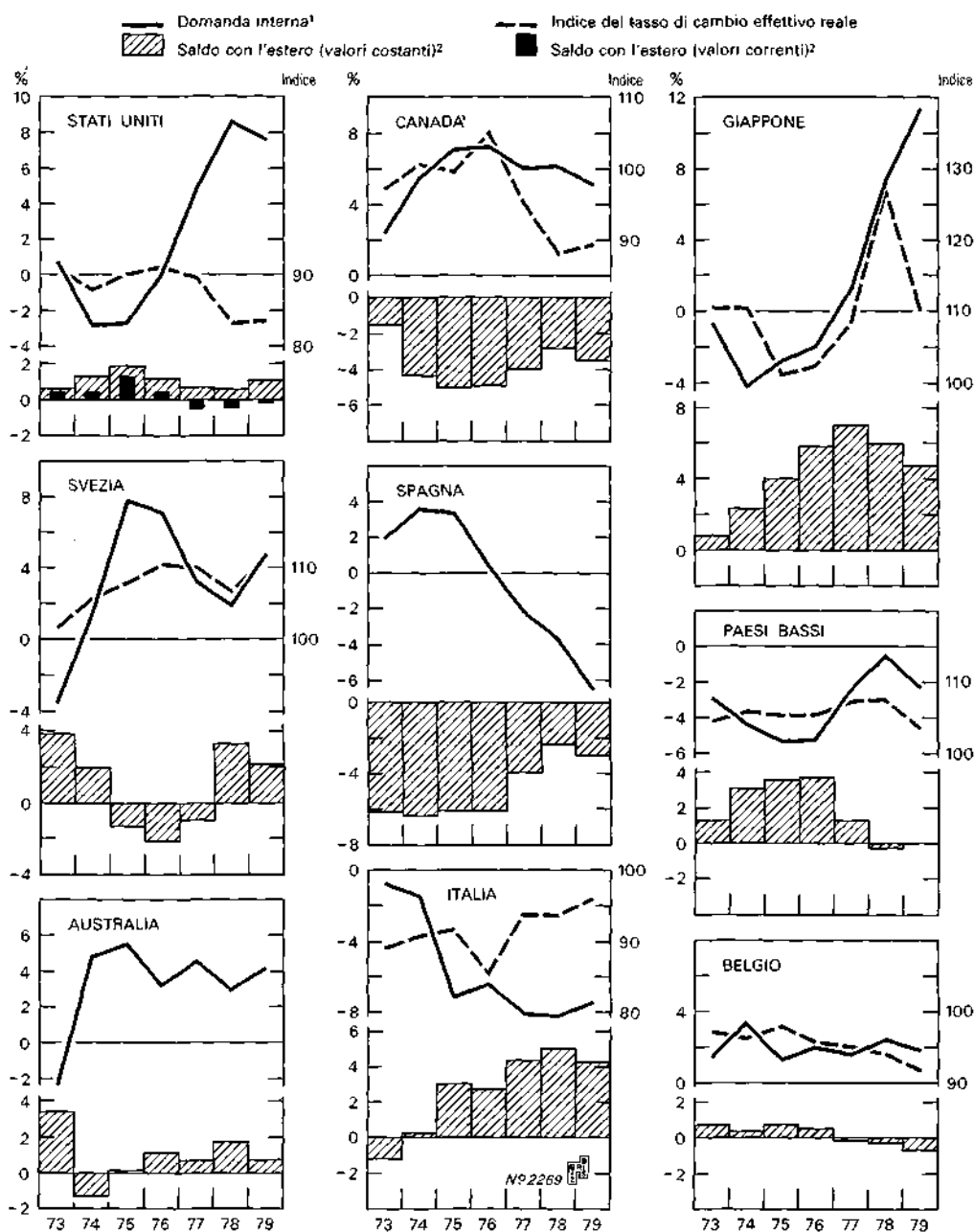
¹ Quota del risparmio delle Famiglie sul reddito disponibile, in base ai dati della contabilità nazionale. ² Risparmio lordo meno investimento (soprattutto beni di consumo durevoli e abitazioni) sulla base dei conti finanziari. ³ Tassi annui di variazione nel reddito disponibile delle Famiglie, a prezzi costanti.

Le pressioni relative della domanda e l'aggiustamento esterno.

Nella Relazione dello scorso anno si affermava che l'asincronia degli andamenti congiunturali pareva aver costituito il principale fattore di squilibrio delle bilance dei pagamenti correnti nell'ambito dei paesi industriali. In particolare, la fase di forte espansione economica degli Stati Uniti dal 1975 in poi era in forte contrasto con l'evoluzione congiunturale in Giappone, Svizzera e Germania. Si ipotizzava inoltre che le conseguenti eccedenze esterne di questi paesi e il disavanzo degli Stati Uniti avessero costituito una delle cause delle perturbazioni valutarie culminate nella crisi del 1978.

Nel 1979 pare tuttavia essersi iniziato un processo inverso: le pressioni relative della domanda hanno cominciato ad assumere una tendenza opposta nel momento in cui gli effetti ritardati delle precedenti variazioni dei tassi di cambio cominciavano a ripercuotersi sulle posizioni esterne. A loro volta, gli stessi mercati dei cambi hanno avuto l'anno scorso un andamento più tranquillo. Va sottolineato, tuttavia, che la presente analisi è limitata alla bilancia dei beni e servizi in termini di quantità, così come lo sono i saldi con l'estero riportati nei grafici alle pagine 42 e 43. L'altra principale caratteristica del 1979 - il deterioramento delle ragioni di scambio causato dal rincaro del petrolio e il concomitante peggioramento generale delle partite correnti dei paesi

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

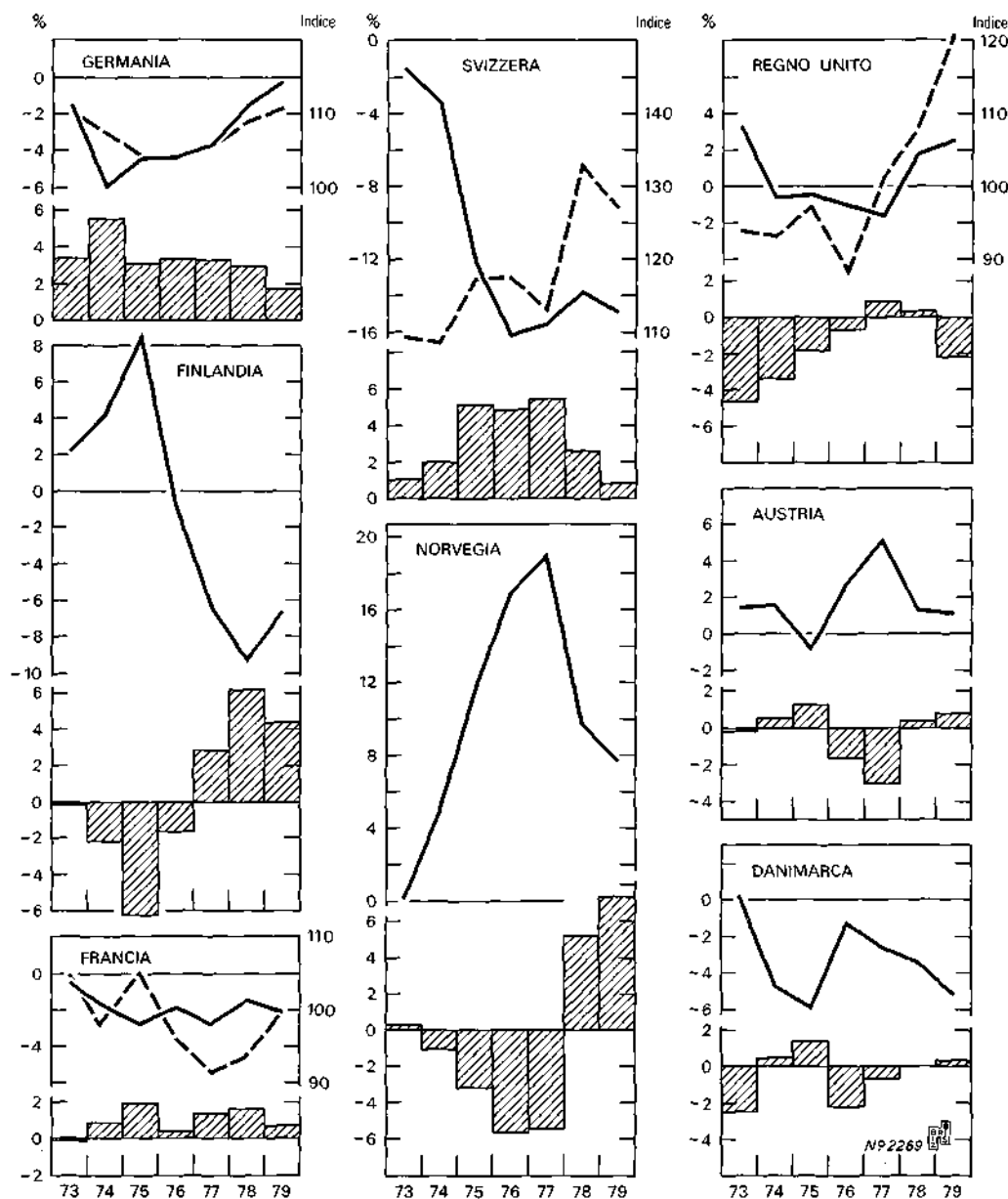


¹Vedasi spiegazione alle pagg. 42 e 43 del testo. ²In percentuale del PNL.

industriali - non viene qui presa in considerazione. La situazione complessiva dei pagamenti è trattata in modo più completo nel Capitolo V.

Come in passato, la pressione relativa della domanda è stata misurata confrontando, per ciascun paese, lo scarto della domanda interna globale rispetto alla tendenza anteriore al 1973 con lo scarto medio per l'insieme dei paesi considerati. Il procedimento tenta in modo approssimato di tener conto del fatto che la pressione della domanda dipende non solo dal tasso corrente di crescita ma anche dal potenziale

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



Nota: i tassi di cambio effettivi reali compaiono soltanto per i paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera.

produttivo, di cui la crescita storica costituisce un parametro sostitutivo (per il Giappone, a causa del nettissimo ridimensionamento della crescita economica, anziché impiegare il valore tendenziale anteriore al 1973 per misurare gli scostamenti nel periodo successivo, si è fatto ricorso alla crescita media nel periodo 1973-79). I grafici mostrano ancora una volta come sia apparentemente predominante l'influenza della domanda; tuttavia, poiché lo scorso anno gli effetti dei tassi di cambio hanno anch'essi contribuito ad un maggiore aggiustamento, dal grafico stesso non è possibile desumere la loro incidenza relativa.

La variazione piú significativa si è prodotta ovviamente negli Stati Uniti, dove nel 1979, dopo due anni di miglioramento della competitività dei prezzi, la crescita della domanda interna si è ridotta da quasi il 4,5% nel 1978 a meno del 2%. Per contro, in Giappone e in Germania l'incremento nella crescita della domanda è stato di entità leggermente inferiore: dal 7 al 7,5% e dal 4 al 5,75% rispettivamente. In entrambi i casi, tuttavia, il saldo reale con l'estero si è ridotto sensibilmente (dell'1,25%) come percentuale del prodotto nazionale lordo. In Germania, l'apprezzamento del marco ha chiaramente contribuito a determinare questa evoluzione. Nel caso del Giappone l'aggiustamento è stato senza dubbio anche favorito dagli effetti ritardati dell'aumento del tasso di cambio nel 1978, anche se questo è stato in gran parte annullato l'anno scorso. E' anche possibile che siano perdurati gli effetti legati al programma di "importazioni di emergenza" ed alle limitazioni volontarie su certi tipi di esportazioni, sebbene naturalmente entrambe le misure siano diventate sempre meno opportune con il procedere dell'anno.

In Svizzera vi è stata una contrazione particolarmente forte (quasi il 2% del prodotto nazionale lordo) nelle esportazioni reali nette. Tuttavia questa regressione pare non essere affatto dovuta alla situazione congiunturale, in quanto la domanda interna è cresciuta solamente del 2,5%, rispetto a poco piú del 3% nel 1978. Benché il franco svizzero si sia indebolito nel corso dell'anno passato, l'aggiustamento nel saldo con l'estero va in pratica interamente attribuito all'elevato corso medio della moneta svizzera.

Fra i paesi che già nel 1978 avevano registrato un disavanzo corrente complessivo (a prezzi correnti), la dinamica ciclica della domanda ha favorito l'anno scorso un certo aggiustamento; ciò vale ad esempio per i Paesi Bassi e la Norvegia. L'Italia, grazie all'ampio avanzo corrente, ha potuto permettere (almeno da questo punto di vista) un sensibile incremento della domanda, dal 2 al 6%. La piú marcata inversione di tendenza nella domanda si è avuta tuttavia in Svezia, dove il passaggio da una flessione del 2% a un aumento del 5,5% ha contribuito l'anno scorso alla formazione di un disavanzo di parte corrente.

In Canada, dove parimenti si è avuta una certa accelerazione della domanda interna, la variazione nella pressione relativa della domanda è stata particolarmente grande in relazione al principale *partner* commerciale, gli Stati Uniti (ciò non è messo in evidenza nel grafico, in quanto il metodo di calcolo non prevede una ponderazione in base alla distribuzione geografica degli scambi con l'estero). Il saldo esterno reale è quindi peggiorato, nonostante il considerevole deprezzamento reale del dollaro canadese. Il Regno Unito rimane, tuttavia, il caso piú atipico. Benché la crescita reale della domanda si sia leggermente ridotta, vi è stato ancora un modesto aumento in termini *relativi*, e questo fattore si è sommato ad un ulteriore apprezzamento reale della sterlina, ossia ad un peggioramento addizionale della competitività dei prezzi. Non sorprende quindi che le esportazioni nette reali si siano fortemente ridotte. Il potenziamento ulteriore della produzione di petrolio nel Mare del Nord ha così controbilanciato solo in parte il peggioramento.

Tuttavia, prescindendo dai casi anomali, l'analisi conferma che gli sviluppi relativi della domanda, in parte determinati da mutamenti della politica fiscale, l'anno scorso si sono sicuramente mossi in direzione di un miglioramento dell'equilibrio internazionale dei pagamenti. In particolare, la domanda negli Stati Uniti si è stabilizzata ad un livello elevato nel momento in cui il Giappone e la Germania hanno ripreso in parte un ruolo

trainante e, unitamente alla Svizzera, hanno realizzato attraverso il meccanismo del tasso di cambio un certo aggiustamento della posizione esterna. Sfortunatamente, nonostante l'espansione differenziata perseguita allo scopo di ridurre i vincoli di bilancia dei pagamenti gravanti su alcuni paesi, il risultato complessivo ha contribuito a intensificare e a diffondere l'inflazione. Poiché la domanda negli Stati Uniti non andava attenuandosi come previsto, la ripresa negli altri paesi è stata tale da generare un livello globale della domanda sufficiente ad innescare sensibili rincari del petrolio e di altri beni primari. In tal modo, non essendo riuscite a perseguire politiche sufficientemente differenziate, le autorità ovunque hanno iniziato a ripiegare in varia misura verso la restrizione della domanda.

La politica fiscale.

Come già rilevato, il passaggio a politiche fiscali sostanzialmente più espansive nel corso del 1978 al di fuori degli Stati Uniti ha iniziato a dare frutti l'anno scorso sotto forma di un'accelerazione della domanda. Tuttavia, così come il precedente tentativo di uscire in maniera decisiva dalla recessione del 1974-75 dovette essere arrestato nel 1977 a causa dei rischi inflazionistici, nel 1979 vi è stato un ritorno ad orientamenti restrittivi. E' in questo senso che, come già previsto dalla Relazione annuale dell'anno scorso, la persistenza di un'elevata domanda negli Stati Uniti potrebbe indirettamente avere teso a

Saldi finanziari della pubblica amministrazione¹ e disoccupazione.

Paesi	Voci	Variazioni annue					Medie annue	
		1975	1976	1977	1978	1979	1974	1979
in percentuale								
Stati Uniti . . .	Disoccupazione	2,9	-0,8	-0,7	-1,0	-0,2	5,6	5,8
	Avanzo finanziario	-4,7	2,1	1,1	1,0	0,6	0,5	0,6
Giappone . . .	Disoccupazione ²	0,6	0,0	0,1	0,0	-0,2	1,2	0,7
	Avanzo finanziario	1,1	-0,9	-0,3	-1,6	0,3	-3,8	-5,2
Germania	Disoccupazione	2,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	2,6	3,8
	Avanzo finanziario	-4,4	2,2	1,1	-0,3	-0,1	-1,4	-2,9
Francia	Disoccupazione	1,6	0,4	0,6	0,4	0,7	2,3	6,0
	Avanzo finanziario	-2,8	1,7	-0,8	-1,0	0,9	0,6	-1,4
Regno Unito . .	Disoccupazione	1,4	1,4	0,5	0,0	-0,3	2,4	5,4
	Avanzo finanziario	-0,6	-0,2	1,9	-1,2	1,5	-4,0	-2,9
Italia	Disoccupazione	0,4	0,8	0,5	0,0	0,5	5,5	7,7
	Avanzo finanziario	-5,8	2,6	1,0	-2,5	-0,4	-5,9	-11,0
Canada	Disoccupazione	1,6	0,2	0,9	0,3	-0,9	5,4	7,5
	Avanzo finanziario	-4,2	0,6	-1,1	-1,0	1,7	1,8	-2,2
Belgio	Disoccupazione	1,3	1,2	0,9	0,4	0,2	3,2	7,2
	Avanzo finanziario	-2,4	-0,7	-0,2	-0,5	-0,6	-2,4	-6,8
Paesi Bassi . . .	Disoccupazione	1,6	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	3,6	5,1
	Avanzo finanziario	-2,6	0,0	0,3	-1,5	-0,4	-0,1	-4,3
Svezia	Disoccupazione	-0,4	0,0	0,2	0,4	-0,1	2,0	2,1
	Avanzo finanziario	1,0	1,8	-4,7	-1,3	-2,3	1,9	-3,6
Danimarca . . .	Disoccupazione	3,5	0,1	1,8 ³	-1,0	-1,4	2,5	6,0
	Avanzo finanziario	-6,9	2,1	-0,3	0,0	-0,9	4,6	-1,4
Norvegia	Disoccupazione	0,5	0,0	-0,2	0,2	0,2	0,6	1,3
	Avanzo finanziario	-0,2	-1,4	-4,0	-1,2	1,1	4,7	-1,0

¹Escluse le imprese pubbliche. L'avanzo o il disavanzo (-) finanziario è dato dalla differenza, secondo i criteri della Contabilità nazionale, fra il risparmio della pubblica amministrazione e la sua spesa in conto capitale, vale a dire dall'accreditamento netto verso gli altri settori. I dati sono espressi in percentuale del PNL. ²Per 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. ³Nuova serie.

"spiazzare" la crescita negli altri paesi. Il fenomeno si è manifestato non solo in un ulteriore aumento dei prezzi delle materie prime diverse dal petrolio, ma anche ovviamente sullo stesso mercato del petrolio. Il tono del nuovo atteggiamento antinflazionistico delle autorità fa ritenere che le politiche restrittive saranno più severe e generalizzate di quelle adottate nel 1977, e fors'anche di quelle relative al periodo 1974-75.

La tabella di pagina 45 riporta le variazioni del saldo finanziario della pubblica amministrazione, espresso come quota del prodotto nazionale lordo, e raffronta le stesse con il tasso di disoccupazione, assunto come indicatore dell'evoluzione nella pressione della domanda. Nel valutare i risultati si deve tener conto del fatto che il saldo finanziario è in parte di natura endogena; esso è cioè influenzato dalla situazione economica, così come influenza la situazione medesima. Se le variazioni annuali avvengono in direzioni opposte, con una riduzione dell'avanzo finanziario ed un aumento della disoccupazione o viceversa, non è possibile affermare sulla base della sola tabella se la politica fiscale stia esercitando un'influenza autonoma sulla domanda in aggiunta agli effetti degli "stabilizzatori automatici".

Nondimeno, la tabella evidenzia per il 1978 l'orientamento leggermente espansivo della politica fiscale in Germania e in Giappone, tendenza che nel primo caso ha influenzato anche i dati medi per il 1979. In Germania, tuttavia, l'incremento nel luglio 1979 dell'imposta sul valore aggiunto sta a indicare che la politica fiscale nella seconda parte dell'anno è diventata meno espansiva. Negli Stati Uniti, il saldo finanziario della pubblica amministrazione è migliorato ulteriormente nel 1979, passando ad un'eccedenza di poco superiore allo 0,5% del prodotto nazionale lordo. Poiché la crescita della domanda si è affievolita e la riduzione nella disoccupazione è andata esaurendosi, ciò implica che lo scorso anno l'effetto restrittivo della politica fiscale discrezionale si è probabilmente accentuato. Per quanto riguarda altri paesi, la politica fiscale è stata chiaramente inasprita in Francia, e nel Regno Unito dopo il cambiamento di governo. Si può inoltre notare una certa restrizione in Norvegia - almeno per l'insieme dell'anno - e per contro un orientamento decisamente espansivo in Svezia e, in misura minore, in Danimarca e nei Paesi Bassi.

Forse più interessante dei dati medi del 1979, tuttavia, è stata l'evoluzione degli indirizzi e delle reazioni di politica fiscale nel corso dell'anno - una tendenza che è continuata e probabilmente si è accentuata nella prima parte del 1980. La reazione alla recente recrudescenza dell'inflazione e alla crisi petrolifera è sinora la dimostrazione più lampante del mutamento verificatosi negli atteggiamenti di politica economica nel corso degli ultimi anni. Al tempo della prima crisi del petrolio si era ampiamente dibattuta la necessità di impiegare strumenti di bilancio per controbilanciare la riduzione nella domanda dovuta all'eccedenza dell'OPEC. E' vero che in definitiva tali politiche compensative non furono perseguite ovunque, ma questa volta l'enfasi è stata posta in modo più netto sulla lotta all'inflazione attuale e sulle possibili conseguenze inflazionistiche secondarie derivanti dal rincaro stesso del petrolio. Sembra quindi che finora quasi nessun paese industriale sia questa volta disposto ad adottare politiche permissive, e che vi possa essere una certa riluttanza a agire in tal modo in futuro. In realtà, i programmi di bilancio finora pubblicati lasciano presumere una diffusa tendenza verso politiche più restrittive.

Dal punto di vista quantitativo, il caso più importante è naturalmente quello degli Stati Uniti. Il bilancio provvisorio per l'anno fiscale 1981 (che inizia il 1° ottobre di quest'anno) è stato presentato in gennaio. In esso già era implicita una considerevole,

per quanto tardiva, riduzione della spinta impartita alla domanda dalla politica di bilancio, poiché, sebbene fosse atteso un nuovo aumento del disavanzo del bilancio federale, questo incremento sarebbe interamente dipeso dagli effetti automatici del previsto rallentamento dell'economia. Tenuto conto di ciò, per l'avanzo di bilancio di piena occupazione, dopo un aumento di oltre \$20 miliardi in ragione d'anno durante il 1979, era previsto un incremento ulteriore di \$14 miliardi nel corso del 1980. Rapportata percentualmente al prodotto nazionale, questa cifra corrispondeva a un impulso fiscale autonomo complessivo di circa 1,5 punti percentuali; questa stima resterebbe sostanzialmente invariata anche se si adottasse nei calcoli un livello di riferimento più realistico della disoccupazione.

Anche ammettendo eventuali errori di stima ed omissioni, ciò parrebbe di per sé notevole in relazione a quanto osservato in epoca passata: un'esplicita deflazione della domanda con strumenti di politica fiscale di fronte alle previsioni ufficiali che annunciano una certa recessione e un aumento della disoccupazione. Tuttavia, in presenza di un'economia reale che continua a essere relativamente e inaspettatamente esuberante, di forti aumenti nel prezzo del petrolio e nei prezzi alla produzione che si ripercuotono sugli indici dei prezzi ed alimentano una crescente psicologia inflazionistica ed infine, data l'instabilità in alcuni mercati finanziari, l'Amministrazione si è sentita nella necessità di intensificare la sua azione. Ed infatti nel mese di marzo di quest'anno è stato rettificato il bilancio di gennaio. Per l'anno fiscale 1981 sono stati annunciati ulteriori tagli di spesa per oltre \$4 miliardi ed un aumento del gettito fiscale di altri \$28 miliardi, di cui \$16 miliardi provenienti da una tassa sulle importazioni di petrolio e da una ritenuta alla fonte sugli interessi e sui dividendi e il resto in conseguenza dell'inflazione superiore al previsto. A prima vista, l'ultimo pacchetto di provvedimenti dovrebbe comportare un'ulteriore deflazione superiore all'1% del prodotto nazionale lordo. Inoltre ciò sembra implicare il passaggio ad un avanzo *effettivo* (contrapposto a quello depurato della componente congiunturale) del bilancio federale. Dichiarazioni ufficiali lasciano tuttavia intendere che, nel caso di una probabile eccedenza, le imposte potrebbero essere ridotte in misura sufficiente a portare il bilancio all'incirca in pareggio. Peraltro, in caso di una recessione, che nella primavera di quest'anno pareva chiaramente aver preso avvio, gli "stabilizzatori automatici" previsti dal bilancio potrebbero ben condurre ad un'inversione della situazione, con disavanzi accresciuti anziché minori.

Anche negli altri paesi vi sono sintomi di un inasprimento della politica fiscale. In Giappone il bilancio preventivo per l'esercizio terminante nel marzo 1981 mirava a decurtare il deficit di circa yen 1.000 miliardi — ossia a ridurre il disavanzo *nominale* in una situazione caratterizzata al tempo stesso dall'inflazione e da un rallentamento previsto dell'attività economica. Nel mese di marzo, tuttavia, il bilancio originario è stato modificato da ulteriori misure che includevano un differimento di alcuni progetti di spesa inizialmente previsti a carico del corrente esercizio fiscale, e forti aumenti delle tariffe elettriche. Anche il governo della Germania federale prevede quest'anno di ridurre il disavanzo del bilancio statale. Benché il deficit per il 1979 sia stato inferiore al previsto, ciò è dovuto in parte all'inflazione superiore alle aspettative, e comunque esso è pur sempre risultato leggermente più ampio di quello del 1978. In Francia il passaggio a una politica fiscale più restrittiva è stato marcato dall'aumento — deciso nell'estate scorsa — dei contributi previdenziali nella misura di circa l'1% delle retribuzioni lorde. E' previsto che il disavanzo di bilancio si riduca quest'anno di circa FF4 miliardi, portandosi all'1,25% circa del prodotto nazionale lordo.

E' nel Regno Unito - quindi proprio nella patria di Keynes - che il rifiuto degli approcci di politica economica applicati in passato è stato più netto. Il nuovo governo in carica dallo scorso anno ha assunto come base della propria politica economica una progressiva riduzione del tasso di crescita dell'offerta di moneta. Mentre nel periodo postbellico la politica fiscale era stata quasi sempre impiegata per regolare la domanda globale, ponendo su un piano subordinato le possibili implicazioni monetarie, ad essa viene ora attribuito soprattutto il compito di ridurre l'indebitamento pubblico a un livello consono al controllo della moneta. La politica fiscale viene altresì impiegata nel tentativo di migliorare il lato dell'offerta dell'economia, in particolare attraverso riduzioni della spesa pubblica diretta e delle aliquote delle imposte dirette e, più di recente, con le decurtazioni reali e la tassazione di talune prestazioni a breve termine nel settore della previdenza sociale. Sfortunatamente però, nel bilancio dell'anno scorso le necessità contrastanti di un taglio dell'indebitamento pubblico e di una riduzione nelle aliquote delle imposte dirette hanno richiesto un forte aumento compensativo nell'imposta sul valore aggiunto che, a sua volta, attraverso i suoi effetti sull'indice dei prezzi al consumo, viene ritenuto da molti responsabile di un'accelerazione della dinamica salariale nell'inverno scorso.

La strategia di fondo è stata confermata nel bilancio di quest'anno e integrata con la pubblicazione di un piano a medio termine che prevede la riduzione del fabbisogno finanziario del settore pubblico ed una diminuzione del tasso di crescita dell'offerta di moneta. Le autorità ritengono che un tale piano avrà un effetto sulle aspettative inflazionistiche più forte di quello conseguibile con una serie di obiettivi monetari su base annua. Per l'anno finanziario 1983-84 il tasso di crescita dell'offerta di moneta dovrebbe ridursi al 6% circa, ossia alla metà di quello registrato l'anno scorso, e il fabbisogno di finanziamento del settore pubblico dovrebbe contrarsi di conseguenza all'1,5% del prodotto nazionale lordo, rispetto al 4,75% stimato per il 1979-80. In effetti, nonostante le previsioni ufficiali di una caduta del 2,5% nella produzione di quest'anno (che costituirebbe il più forte calo annuo del dopoguerra) il bilancio del 1980 prevede una riduzione di un punto percentuale nella quota del fabbisogno del settore pubblico. E' forse a questo riguardo che appare più nettamente il diverso orientamento circa il ruolo della politica fiscale.

In passato una simile riduzione nel disavanzo di bilancio sarebbe stata vista dalla maggior parte degli osservatori come un valido motivo per prevedere una caduta nella produzione. Il nuovo approccio, tuttavia, sottolinea l'ovvia verità che lo stesso intervallo di espansione monetaria del 4-8% previsto per la fase finale del piano è decisamente superiore a qualsiasi presumibile tasso di crescita di lungo periodo della produzione britannica, e in tal senso non è di per sé restrittivo. La dinamica della produzione in termini reali e della disoccupazione dipenderà pertanto dall'effetto di tale strategia sulle aspettative inflazionistiche e sull'inflazione stessa. Dipenderà, in particolare, dalle reazioni delle imprese e delle organizzazioni sindacali, che nel passato avevano spesso impiegato il loro potere contrattuale per imporre a governi meno decisi il ritorno a politiche monetarie più accondiscendenti. Non è quindi probabilmente esagerato dire che per una volta agli economisti ed ai responsabili delle politiche economiche viene offerta l'opportunità di osservare un esperimento simile a quelli sempre possibili nel campo delle scienze naturali. Senza dubbio il risultato avrà implicazioni che trascendono gli effetti sulla sola economia del Regno Unito.

Considerando nuovamente l'evoluzione su un piano più generale, parrebbero esservi ben poche eccezioni alla tendenza ad inasprire la politica fiscale in risposta

all'inflazione e all'ultimo *shock* petrolifero. Prescindendo dai casi-limite, in molti paesi l'intensità di tale azione fiscale restrittiva non è probabilmente molto forte se commisurata ai parametri tradizionali. La maggiore perplessità deriva piuttosto dal fatto che un numero così grande di paesi si muova contemporaneamente nella medesima direzione. E' ben possibile che vi sia una tendenza a sottovalutare gli effetti moltiplicativi sul piano internazionale di una deflazione generalizzata. In ciò risiede forse in parte la spiegazione — *mutatis mutandis* — dell'esplosione inflazionistica del 1972-73. In altre parole, dato che gli effetti della politica deflazionistica attuata in un paese "trapelano" in parte all'estero, e che molti paesi stanno orientandosi in modo simultaneo verso una deflazione fiscale e monetaria, non possono essere ignorati i rischi di una recessione cumulata a livello internazionale.

Ad ogni modo sta per essere messa alla prova la crescente convinzione che per molti anni la politica fiscale discrezionale abbia avuto sempre più scarsi effetti espansivi sull'economia reale e che abbia anzi in misura crescente alimentato l'inflazione. Il problema cruciale è se le politiche monetarie e fiscali — anche quando siano impiegate con finalità deflative — conservino un impatto più grande sul fattore prezzi anziché sulla componente quantitativa del reddito nominale interno. I responsabili della politica economica sono consapevoli del rischio di un esito insoddisfacente, ed in generale hanno cercato di indicare — in modo esplicito o implicito — la condotta del settore privato nell'operare un aggiustamento compatibile con una rapida riduzione dell'inflazione con effetti minimi in termini di disoccupazione.

La seconda crisi del petrolio.

Nel corso del 1979 il prezzo del petrolio è più che raddoppiato, prospettando così un secondo importante *shock* petrolifero alle economie dei paesi importatori. Poiché tale rincaro si è applicato a prezzi già quintuplicati in precedenza nel decennio, la sua ampiezza assoluta in termini reali raggiunge probabilmente lo stesso ordine di grandezza dell'aumento di prezzo del 1973-74. Inoltre, alcuni fra i maggiori produttori di petrolio manifestano una sempre maggiore riluttanza, non solo ad accrescere, ma anche a mantenere elevati ritmi di fornitura, nonostante esista la capacità materiale corrispondente. Questo implica forse che, così come gli ovvi effetti dell'ultimo aumento di prezzo sull'inflazione, sulle bilance dei pagamenti e sulla domanda reale, anche i rischi di vincoli dal lato dell'offerta di energia gravanti sulla crescita economica sono ora più seri di quelli manifestatisi sei anni fa. La necessità di un radicale aggiustamento nel settore dell'energia è così diventata più urgente, in quanto naturalmente vi è l'incentivo economico a effettuare un simile aggiustamento.

Per un certo aspetto, l'analisi del secondo *shock* petrolifero è simile a quella che fu abbastanza comunemente accettata nel 1974. In particolare, vi è nuovamente la concomitanza piuttosto paradossale di una spinta al rialzo dei prezzi nei paesi importatori di petrolio e di un'azione contrattiva sulla domanda reale, entrambe nel contesto di un impatto sfavorevole sulle posizioni esterne di parte corrente. Il nuovo aumento delle entrate dei paesi esportatori di petrolio giunge dopo un incremento estremamente rapido nel volume delle loro importazioni negli ultimi sei anni. La capacità di alcuni di spendere i maggiori introiti può quindi rivelarsi limitata, soprattutto perché essi guardano ora con maggiore timore alle conseguenze politiche e sociali di uno sviluppo economico molto rapido. Inoltre, se il prezzo reale del petrolio si mantiene questa volta stabilmente a livelli elevati, l'eccedenza dei paesi OPEC, con i suoi effetti al tempo stesso deflattivi e inflazionistici, potrebbe rivelarsi più persistente.

Per fare un esempio, il governo degli Stati Uniti ha stimato che il drenaggio di domanda in conseguenza del rincaro del petrolio è equivalso lo scorso anno all'1,5-2% del prodotto nazionale lordo; questa stima considera gli effetti del presunto comportamento di spesa dei produttori nazionali ed esteri. Tale drenaggio ammonta probabilmente ora a più della metà di quello previsto complessivamente (dopo le modifiche del bilancio apportate in marzo) ad opera delle restrizioni fiscali discrezionali del 1979 e del 1980.

Negli altri paesi industriali gli effetti sulla domanda dovuti esclusivamente al rincaro del petrolio potrebbero essere leggermente superiori a quelli stimati per gli Stati Uniti. Nella maggior parte di essi ci si è altresì mossi verso politiche monetarie e fiscali restrittive su una base più generale rispetto al 1974. Anche alcuni paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio potrebbero essere costretti a adottare politiche restrittive, a meno che essi non riescano ad assicurarsi un sufficiente finanziamento delle bilance dei pagamenti. Pertanto, tenuto conto del fatto che la seconda crisi petrolifera è giunta, per quanto riguarda alcuni paesi europei e il Giappone, in un contesto meno inflazionistico di quello del 1973, vi è motivo di sperare che questa volta le conseguenze in termini di inflazione possano non essere così gravi. D'altra parte (ma accentuando questa tendenza) i livelli di disoccupazione in alcuni paesi erano molto più alti nel 1979 che nel 1973, cosicché ogni nuovo aumento prenderà ora avvio da una base più elevata.

Una caratteristica che tuttavia differenzia la recente crisi petrolifera dalla prima è l'evidente maggiore riluttanza dei più importanti produttori a estrarre petrolio in quantità di molto superiori a quelle necessarie a coprire il loro fabbisogno interno ed a finanziare le importazioni di prodotti non petroliferi. Questo fatto a sua volta ha accresciuto la possibilità di una limitatezza di risorse gravante sul potenziale di crescita dei paesi importatori di petrolio. Per il momento questo vincolo può non essere molto evidente qualora si determini una nuova recessione, come largamente ci si attende, ma il problema potrebbe porsi quando inizierà la ripresa. Ciò sottolinea, con forza ancora maggiore che in precedenza, che per i paesi industriali vi è l'urgente necessità di adottare concrete misure volte a risparmiare risorse energetiche e a ridurre la dipendenza dalle importazioni di petrolio.

Senza dubbio un limite esterno al prezzo del petrolio proviene in parte dai costi richiesti dalla produzione di forme alternative di energia. Tuttavia questi costi paiono essere pari o superiori all'attuale prezzo del petrolio e, in ogni caso, il tempo necessario per avviare una produzione significativa sarebbe lungo — una considerazione questa che probabilmente si applica anche alla possibilità di poter scoprire nuove e abbondanti risorse petrolifere convenzionali a costo economico. In altri termini, con un elevato prezzo del petrolio ampiamente protetto dal costo delle risorse alternative, alcuni paesi hanno ritenuto di poter correre il rischio di mantenere il petrolio inestratto. In questo caso quindi, la curva dell'offerta potrebbe divenire inclinata all'indietro, contrariamente all'andamento normale, poiché quanto più elevato è il prezzo, tanto minore sarà il volume delle vendite necessario a pagare le importazioni, e al tempo stesso tanto maggiore sarà la quantità di petrolio conservata nel sottosuolo a valori crescenti.

Naturalmente, questo tipo di discorso non può essere spinto oltre un certo limite. Neanche i paesi produttori di petrolio avrebbero interesse, fintantoché permangono disponibili le risorse petrolifere, a provocare forti perturbazioni economiche nei paesi industriali. Questi ultimi costituiscono ancora la fonte principale di una vasta gamma di beni e di servizi indispensabili allo sviluppo, qualunque sia il ritmo ritenuto appropriato.

Tuttavia, poiché le risorse petrolifere sono necessariamente limitate, l'economia mondiale si trova di fronte alla necessità di effettuare aggiustamenti fondamentali nel settore dell'energia. La transizione verso nuove fonti d'energia alternative al petrolio, così come il risparmio dell'energia stessa, occuperà probabilmente il resto di questo secolo. Durante questa fase di passaggio i paesi importatori di petrolio avranno tuttavia ancora bisogno di quantità notevoli di greggio. Emerge chiara in tal modo la necessità di reciproche intese tra consumatori e produttori che assicurino le forniture necessarie ed evitino quindi gravi perturbazioni. In particolare, la situazione indica l'esigenza di concentrare maggiormente l'attenzione sul prezzo reale del petrolio e sulla ricerca di nuovi sbocchi di investimento per le eccedenze dei paesi esportatori.

Un altro possibile paradosso simile a quello già citato dell'andamento anomalo della curva di offerta, può consistere nel fatto che quanto più intenso e rapido sarà lo sforzo di aggiustamento nei paesi consumatori, tanto maggiore sarà la disponibilità dei paesi petroliferi a fornire la quantità ridotta di petrolio ancora richiesta, e quindi tanto minore sarà il rischio di un vincolo dell'energia sulla crescita. A sostegno di un rapido aggiustamento possono anche essere addotte considerazioni di natura non economica, come l'ovvia possibilità che alcuni paesi attualmente ancora autosufficienti in campo energetico intendano soddisfare una parte del proprio fabbisogno facendo ricorso al mercato internazionale.

In termini generali si possono individuare tre possibili forme di aggiustamento di fronte al problema petrolifero: deflazione della domanda globale, risparmio di energia e sostituzione con altre fonti energetiche. In certa misura la prima di queste possibili vie, ossia la deflazione della domanda, è stata percorsa dopo la prima crisi petrolifera, in conseguenza sia dell'eccedenza OPEC sia delle scelte di politica economica interna di molti paesi. Un fenomeno analogo potrebbe accadere anche questa volta, in quanto la maggior parte dei paesi sembra sentire la necessità di un rallentamento della domanda allo scopo di ridurre al minimo l'effetto inflazionistico dovuto al rincaro del petrolio. Tuttavia, un'ulteriore deflazione al di là di quella necessaria a tale scopo non costituisce chiaramente un aggiustamento sostanziale di fronte all'assottigliarsi di una risorsa limitata. E' però vero che la recessione, almeno temporaneamente, tenderà a ridurre la domanda di petrolio e quindi ad alleviare marginalmente la situazione; anche nel lungo periodo potrebbe essere difficile riuscire a evitare una più lenta crescita in termini reali.

Il risparmio di energia, che può essere concepito come un aumento della produttività dell'energia stessa nel sistema economico, rappresenta un aggiustamento di efficacia più durevole. Nonostante una certa riduzione del prezzo reale del petrolio dopo il 1974, la tabella che segue indica che nel 1978 nei sette maggiori paesi industriali erano già stati conseguiti notevoli miglioramenti in termini di rendimento dell'energia, misurato in relazione al prodotto nazionale lordo a prezzi costanti.

In rapporto al prodotto nazionale, dal 1973 il risparmio nell'impiego complessivo di energia si situa al 2% in Italia, al 5-7,5% in Canada, Germania e Stati Uniti, al 9% nel Regno Unito, e a circa il 12,5% in Giappone e Francia. Nel complesso il risparmio nell'impiego di petrolio è stato maggiore di quello realizzato nel consumo totale di energia; nel caso degli Stati Uniti tuttavia, il consumo di petrolio in relazione al prodotto nazionale è sceso soltanto dell'1% rispetto al 1973. Inoltre, come mostra la stessa tabella, l'effetto del risparmio nell'impiego complessivo di energia nei paesi dell'OCSE è stato più che controbilanciato dall'ulteriore crescita economica, cosicché il consumo di energia in termini assoluti si è ancora accresciuto dopo il 1973. Poiché quindi la dipendenza dal petrolio, rispetto al fabbisogno complessivo di energia, si è

Fabbisogno totale di energia e di petrolio in rapporto al prodotto nazionale lordo.

Paesi	Voci	1960	1970	1975	1978
		indici, 1973 = 100			
Stati Uniti	Totale	97,4	103,3	97,8	93,6
	Petrolio	95,6	99,5	99,4	99,0
Canada	Totale	104,6	101,5	99,3	94,9
	Petrolio	98,7	102,4	95,0	90,5
Giappone	Totale	101,3	106,3	97,2	87,4
	Petrolio	42,6	97,2	92,7	84,0
Germania	Totale	97,4	99,7	92,8	92,3
	Petrolio	37,3	96,2	86,1	88,4
Francia	Totale	99,4	96,2	87,7	87,4
	Petrolio	44,4	84,6	83,0	78,9
Regno Unito	Totale	112,9	107,4	94,0	90,9
	Petrolio	59,1	101,7	86,2	83,6
Italia	Totale	72,6	99,7	96,2	98,0
	Petrolio	40,8	96,3	89,8	89,2

Fonte: OCSE.

ridotta solo di poco rispetto alla punta massima del 1973, non desta sorpresa che la domanda di petrolio OPEC fosse tornata a un elevato livello prima dell'ultima crisi. Una parziale spiegazione di questo fenomeno, in aggiunta ai più elevati livelli del prodotto nazionale lordo, è fornita dai dati sul prezzo al dettaglio di un prodotto petrolifero - la benzina - qualora li si rapporti all'indice generale dei prezzi al consumo nei maggiori paesi industriali.

**Paesi dell' OCSE:
Fabbisogno di petrolio e di energia, ed esportazioni dell'OPEC.**

Voci	1960	1965	1970	1973	1975	1978
Fabbisogno totale di energia dell'OCSE ¹	1.858	2.334	3.096	3.517	3.380	3.707
Petrolio, in percentuale del totale	38,6	44,6	50,0	53,1	51,6	52,3
Esportazioni nette di petrolio dell'OPEC ²	36	54	76	100	87	95

¹In milioni di tonnellate equivalenti di petrolio. ²Indici, 1973 = 100.
Fonti: OCSE e UNCTAD.

Come emerge dai dati riportati nella tabella seguente, il prezzo relativo della benzina è cresciuto sensibilmente dopo la prima crisi petrolifera, ma l'incremento è stato ben inferiore alla quintuplicazione del prezzo del petrolio greggio. La spiegazione sta nel fatto che le altre componenti del prezzo finale, quali i costi di trasporto, i margini di guadagno delle società petrolifere e degli altri distributori e le imposte indirette, non sono cresciute nella stessa proporzione. Inoltre, la diffusa inflazione ha contribuito a erodere gradualmente l'aumento iniziale nel prezzo relativo. Di conseguenza, nel 1979 nella maggior parte dei paesi il prezzo relativo della benzina era ancora inferiore, o prossimo, al livello del 1960. Ciò fa supporre che, almeno per quanto riguarda un'area di consumo dei prodotti petroliferi, il fattore prezzo non ha ancora agito in modo particolarmente forte da incentivo al risparmio di energia. Questa è la logica che sta chiaramente alla base degli ultimi provvedimenti degli Stati Uniti, che

Prezzo reale al dettaglio della benzina.

Paesi	1960	1970	1974	1975	1977	1978	1979
	indici, 1973 = 100						
Stati Uniti	115	102	121	119	117	113	137
Canadà	112	104	105	108	113	110	111
Giappone . . . . .	.	99	120	120	112	95	107
Germania	125	96	113	105	101	101	107
Francia	152	110	123	115	122	122	128
Regno Unito	116	112	123	135	114	100	116
Italia	129	106	135	128	154	137	128

comprendono una tassa addizionale di \$4,62 per ogni barile di greggio importato, nonostante il fatto che proprio negli Stati Uniti vi fosse stato lo scorso anno l'aumento reale di gran lunga maggiore nei prezzi della benzina. Non desta tuttavia stupore che i governi abbiano utilizzato con riluttanza lo strumento della tassazione indiretta, a causa dei suoi effetti sul livello generale dei prezzi. In linea di principio, questi ultimi potrebbero essere attenuati ad esempio con riduzioni degli oneri fiscali gravanti su altre voci di spesa.

In ogni caso, vi sono dei limiti alla possibilità di risparmiare energia senza incorrere in conseguenze sfavorevoli per l'evoluzione economica generale, ad esempio nel campo della produttività del lavoro. I paesi industriali, in particolare, hanno dovuto prendere atto che per le economie altamente sviluppate (ossia ad alta produttività), l'energia in pratica è una risorsa fondamentale come i quattro fattori classici della terra, del lavoro, del capitale e della capacità organizzativa. E' quasi certo che, anche quando saranno stati realizzati tutti i possibili risparmi energetici, vi sarà ancora una grande, e forse crescente, domanda di energia. E' probabile, ad esempio, che la maggior parte delle tecnologie ad alta produttività (cioè ad alta intensità di capitale) continuino a richiedere un notevole apporto di energia a complemento del capitale fisico. Ne consegue che, affinché gli attuali livelli di vita possano essere mantenuti o addirittura elevati nel lungo periodo, si dovrà realizzare un massiccio sviluppo di fonti energetiche alternative parallelo al depauperamento delle riserve mondiali di petrolio. E' questo che spiega in gran parte la portata del programma energetico annunciato l'anno scorso negli Stati Uniti, così come gli sforzi compiuti dai governi di altri paesi per accelerare lo sviluppo di fonti alternative, quali l'energia nucleare, spesso malgrado i forti timori per l'ambiente e la sicurezza.

I costi in termini di reddito reale del processo di aggiustamento imposto dalla crisi energetica non si limitano a quelli rappresentati dal maggiore trasferimento, corrente e futuro, di risorse reali ai paesi produttori di petrolio e dalle politiche deflazionistiche necessarie a frenare gli effetti indiretti dei più elevati prezzi del petrolio. Come dimostra il programma degli Stati Uniti, anche i costi in termini di risorse per sviluppare fonti energetiche alternative sono molto elevati, e quindi l'aggiustamento richiederà cospicui investimenti, con una spesa che potrebbe altrimenti essere impiegata per accrescere la produzione. Anche se in dimensione più ridotta, vi è parimenti una diversione di risorse destinate all'investimento nel processo di adattamento degli attuali cicli produttivi ad un uso più efficiente dell'energia. Infine, anche la produttività del lavoro potrebbe essere

influenzata negativamente nella misura in cui la variazione del prezzo relativo dell'energia porti a sostituire la manodopera all'energia stessa e agli impianti con elevato consumo energetico.

Produttività e investimenti.

Appare improbabile che l'andamento recente della produttività dipenda esclusivamente dall'incremento del prezzo dell'energia a partire dal 1973. L'anno scorso il tasso di aumento nella produzione complessiva per addetto è in verità aumentato leggermente in alcuni paesi, ed in particolare in quelli, come la Germania e l'Italia, dove la crescita della produzione è andata accelerando. Ma anche in quest'ultimo gruppo di paesi i tassi di aumento registrati sono stati inferiori alla media di lungo periodo anteriore al 1973. In altri casi, per contro, vi è stato un ulteriore marcato peggioramento — specialmente negli Stati Uniti, dove nell'arco dell'anno la produttività totale è addirittura calata del 2% circa. Una certa flessione si è prodotta anche in Canada. In tal modo, se mai, l'enigma del rallentamento generalizzato nella crescita della produttività del lavoro constatabile dal 1973 si è l'anno scorso ulteriormente accentuato; con esso si è accresciuta la preoccupazione dei governi circa la tendenza al peggioramento, specialmente negli Stati Uniti. In primo luogo, come descritto nel precedente capitolo, una tendenza calante esercita spinte al rialzo sui costi di produzione, e quindi sul livello dei prezzi. Inoltre, fatto forse più importante, essa influisce ovviamente sui redditi reali dei consumatori e sul livello generale di vita. In un periodo in cui questi sono comunque compressi, data la necessità di adattarsi alla mutata situazione energetica e di ridurre l'inflazione, v'è da temere che possa accentuarsi la contesa per la spartizione del reddito reale e con essa l'incremento inflazionistico dei redditi nominali.

Forse la caratteristica di maggiore spicco del rallentamento nella crescita della produttività è costituita dalla sua diffusione. Come mostra la tabella, tale fenomeno pare aver interessato la totalità dei paesi, i quali, benché in misura diversa, ne sono stati colpiti in modo simultaneo, ossia dall'inizio della recessione nel 1974. Il rallentamento ha avuto il suo massimo in Giappone, mentre è stato minimo in Germania; dal 1973 il progresso tecnico in termini di prodotto pro-capite non ha praticamente segnato incrementi negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito (prescindendo dal settore petrolifero del Mare del Nord).

Crescita della produzione e della produttività.

Paesi	Produttività ¹			Prodotto nazionale lordo		
	1960-73	1973-79	1975-79 ²	1960-73	1973-79	1975-79 ²
variazioni medie annue, in percentuale						
Stati Uniti	2,1	0,2	1,0	4,1	2,5	4,5
Giappone	8,8	3,4	4,7	10,2	4,1	6,0
Germania	4,4	3,2	3,8	4,5	2,4	3,9
Francia	4,9	2,8	2,1	5,7	3,0	3,6
Regno Unito	3,1	0,7	2,0	3,2	0,8	2,1
Italia	5,6	1,6	3,0	5,1	2,8	3,8
Canada	2,5	0,3	0,7	5,6	3,1	3,5

¹ Riferita all'occupazione dipendente (esclusi i militari).
dopo la recessione del 1974-75.

² Periodo parziale corrispondente alla fase di ripresa economica

Le spiegazioni piú ovvie si basano sulla generale flessione della crescita economica — benché in tal modo l'argomentazione diventi alquanto tautologica — e sull'aumento del prezzo relativo dell'energia. Entrambe queste spiegazioni sono appropriate dal punto di vista cronologico, ma per quanto concerne il prezzo dell'energia vi sarebbe stato da attendersi una reazione diluita lungo un arco di piú anni, anziché la netta, improvvisa caduta nella crescita della produttività avutasi nel 1974. Nel caso degli Stati Uniti anche la spiegazione ciclica si dimostra particolarmente insoddisfacente. Si è già notato che per il 1979 considerato a sé, emerge in modo incontestabile l'indicazione di una persistenza di effetti congiunturali nei casi della Germania, dell'Italia e di alcuni altri paesi. Negli Stati Uniti, invece, poiché dal 1973 l'economia ha praticamente completato un intero ciclo, tale spiegazione non ha fondamento logico. Non desta quindi sorpresa che nella Relazione economica del Presidente sia stimato che la crescita della produttività, depurata della componente congiunturale, sia stata molto debole, in particolare nel 1974 e nuovamente dopo il 1976. Per il 1979 la stessa Relazione valuta che la produttività corretta in funzione congiunturale abbia iniziato a declinare in modo sensibile.

Negli altri paesi, come mette in rilievo la precedente tabella, i tassi di crescita della produttività sono rimasti al disotto dei valori tendenziali anteriori al 1973, anche dopo il superamento del minimo ciclico nel 1975. Ma altrettanto hanno fatto i tassi di crescita della produzione, in evidente contrasto con quanto avvenuto negli Stati Uniti. A prima vista ciò parrebbe indicare che, prescindendo dall'economia americana, la spiegazione sia semplicemente quella di una ripresa economica che non si è mai completamente realizzata, specialmente in quanto il paese che negli ultimi quattro anni ha presentato un tasso di sviluppo piú prossimo al *trend* precedente il 1973 — ossia la Germania — è parimenti andato piú vicino ai passati valori di crescita della produttività. Tuttavia generalmente si ritiene che la normale dinamica ciclica della produttività si associ a variazioni nella pressione della domanda sulle risorse, in particolare sullo *stock* di capitale disponibile, in quanto gli impianti che richiedono quantità fisse di lavoro sono utilizzati piú o meno intensivamente. E' vero che in gran parte dei paesi l'indicatore della pressione della domanda costituito dal tasso di disoccupazione ha continuato a segnare livelli bassi di domanda (vedasi Capitolo II, pagina 31), ma ciò sembra essere meno valido nel caso del tasso di utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera.

Per molti paesi la pressione della domanda sullo *stock* di capitale, dopo una caduta nel 1974 e nel 1975, è ritornata intorno ai valori medi registrati nel periodo precedente la prima crisi petrolifera, con una dinamica molto analoga a quella degli Stati Uniti. Di

Grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero.

Paesi	media 1964-73	1975	1976	1979			
				I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre
in percentuale							
Stati Uniti	85,5	72,9	84,4	86,7	85,9	85,4	84,6
Giappone	92,8	76,3	78,3	81,1	83,1	84,9	86,0
Germania	86,5	77,1	81,2	83,5	85,6	85,3	84,5
Francia	83,6	72,5	80,4	81,5	82,3		81,8
Regno Unito	85,0	69,0	75,0	78,0	84,0	89,0	78,0
Italia	78,5	69,3	73,1	75,8	74,8	75,5	77,1
Canada	86,7	80,8	85,7	87,4	85,8	86,2	86,9

conseguenza, ci si poteva attendere che la produttività tendesse a superare i valori medi, almeno una volta che l'attività economica fosse risalita dal minimo congiunturale. L'enigma resta evidentemente irrisolto.

Il motivo per cui i tassi di utilizzo della capacità produttiva sono cresciuti non va ricercato tanto nell'aumento della produzione e della domanda quanto nel fatto che lo *stock* di capitale dei paesi è cresciuto meno rapidamente, o si è addirittura ridotto. Questo lo si può desumere dai dati della tabella seguente, che evidenziano la netta e generale interruzione nella tendenza ascendente degli investimenti delle imprese - ossia del tasso di accumulazione lorda di capitale. Se da un lato ciò potrebbe aver contribuito a sostenere la pressione della domanda effettiva in relazione all'apparato produttivo esistente (probabilmente con effetti positivi sulla produttività), occorre considerare che i nuovi investimenti costituiscono la via principale attraverso la quale si realizzano i progressi tecnologici. Se gli investimenti tendono a ridursi è ragionevole attendersi che anche il progresso tecnico nella produzione tenda gradualmente a rallentare.

Investimenti fissi* del settore privato in relazione al prodotto nazionale lordo.

Paesi	Tasso annuo medio di variazione				Quota degli investimenti sul prodotto nazionale lordo (a prezzi costanti)		
	prodotto nazionale lordo a prezzi costanti		investimenti fissi* del settore privato a prezzi costanti		1960	1973	1979
	1960-73	1973-79	1960-73	1973-79			
	valori percentuali						
Stati Uniti	4,1	2,5	5,4	2,1	9,0	10,6	10,4
Giappone	10,2	4,1	14,0	2,2	14,0	20,1	18,0
Germania	4,5	2,4	4,6	2,7	13,4	13,7	13,8
Francia	5,7	3,0	7,5	1,1	11,2	13,9	12,4
Regno Unito	3,2	0,8	4,3	1,6	11,8	11,9	12,4
Italia	5,1	2,8	4,9	-1,6	12,1	11,7	8,9
Canada	5,6	3,1	5,8	4,5	13,2	13,6	14,7
Belgio	3,8	2,5	5,7	1,3	12,5	15,4	14,6
Paesi Bassi	5,0	2,5	4,6	1,7	13,8	13,0	12,4
Svezia	3,9	1,7	4,9	-1,3	8,3	9,4	7,9
Svizzera	4,4	-0,5	5,8	-1,8	18,3	21,6	19,4

*Escluse le abitazioni.

Chiaramente i fattori di questo tipo hanno implicazioni più profonde di quelli connessi ad una normale contrazione ciclica della produttività. In generale quest'ultima in tempi passati è stata rapidamente recuperata nella successiva fase ascendente. Indipendentemente dal fatto che politiche economiche necessariamente caute possano escludere una simile ripresa nell'immediato futuro, resta il problema se la minore crescita degli investimenti derivi comunque da fattori più di fondo. Oltre ad una dinamica più lenta della domanda ed un brusco mutamento nel prezzo relativo dell'energia, gli anni settanta hanno registrato un peggioramento in molti paesi nel rapporto fra costi e prezzi, nonché alti e variabili tassi di inflazione. A ciò si è aggiunta una crescente incertezza circa le reazioni di politica economica e quindi circa i costi reali dell'indebitamento e i tassi di crescita dei mercati.

In altri termini, un aumento nel grado di rischio della spesa per investimenti ha coinciso con una riduzione dei margini di profitto. La redditività attesa del nuovo investimento di capitale potrebbe quindi apparire in molti casi insufficiente a coprire i più elevati premi richiesti per l'assicurazione dei rischi. Inoltre gli alti tassi di inflazione comportano elevati tassi nominali di interesse che frenano l'indebitamento a lungo termine. Infatti, sebbene in relazione ai livelli attuali dell'inflazione i tassi di interesse possano sembrare ora piuttosto bassi, essi potrebbero in seguito costituire un onere non indifferente nel caso di una sensibile caduta dell'inflazione. E' anche probabile che elevati tassi di inflazione si accompagnino ad una maggiore variabilità sia dell'aumento stesso dei prezzi sia dei prezzi relativi, perturbando in tal modo i segnali normalmente chiari che il meccanismo di mercato trasmette ai potenziali investitori in beni strumentali. Nella misura in cui tali fattori hanno avuto un ruolo, la crescita contenuta dell'investimento degli ultimi anni potrebbe aver contribuito a rallentare la crescita globale tanto dal lato della domanda quanto eventualmente da quello dell'offerta, ovvero della produttività.

L'attuale diffuso orientamento antinflazionistico delle politiche economiche lascia ora sperare che possano essere ridotti alcuni di questi importanti ostacoli alla spesa per investimenti. Tuttavia, come sembra rivelare l'esempio della Germania, il ristabilirsi di un clima favorevole all'investimento può essere un processo lento e gravoso. Esso implica innanzitutto il graduale ripristino di un soddisfacente rapporto costo-prezzo unitamente ad altri incentivi. Inoltre, a seconda del paese, può richiedere il sostegno di un cambiamento nell'azione normativa del governo e l'adozione di stimoli fiscali. Infine, l'investimento del settore pubblico in infrastrutture, inteso a complemento di quello privato ed effettuato in un'ottica temporale di medio periodo, può utilmente stimolare la spesa privata in conto capitale.

Nell'ipotesi che sia possibile migliorare il clima favorevole all'investimento, vi sono motivi per sperare che la domanda latente per beni capitali sia potenzialmente sostenuta e si manifesti allorché si stabiliranno più bassi tassi di interesse e più ottimistiche prospettive in termini di domanda. Un elemento a sostegno di questa ipotesi è il semplice fatto che praticamente in tutti i paesi industriali gli investimenti fissi hanno avuto una tendenza relativamente stazionaria lungo tutto l'arco degli anni settanta. Un altro elemento, a giudicare dagli sviluppi in settori come l'elettronica e le telecomunicazioni, è che pare non vi sia motivo di ritenere che il progresso tecnologico abbia di per sé subito un rallentamento. Da ultimo, la necessità di investimenti sia per produrre che per risparmiare energia contribuirà in misura sensibile ad accrescere il nuovo fabbisogno di beni strumentali proprio in un settore nel quale i prezzi relativi ed i margini di profitto paiono essersi evoluti in modo particolarmente favorevole. Se, come si sostiene nella presente Relazione, si potranno limitare le ripercussioni indirette della nuova ondata inflazionistica, i paesi potranno procedere, anche se in un contesto di crescita economica relativamente più contenuta, nel senso di creare le premesse per un soddisfacente aumento autonomo degli investimenti fissi.

IV. LA POLITICA MONETARIA IN UN CONTESTO MUTEVOLE.

Lo scorso anno la caratteristica di maggior rilievo dei mercati finanziari è stata l'ascesa rapida e generale dei tassi di interesse. Fra il marzo 1979 ed il marzo 1980 i tassi ufficiali di sconto sono stati innalzati in rapida successione in tutta una serie di paesi; i tassi di interesse sui mercati monetari nazionali hanno segnato aumenti compresi fra 4 e 10 punti percentuali; i rendimenti obbligazionari sono saliti da 2 a 5 punti percentuali. Nella primavera di quest'anno i diversi tassi si situavano nella maggior parte dei paesi industriali a livelli superiori persino ai precedenti massimi registrati durante gli anni settanta. Assume peraltro ancora particolare rilievo la successiva inversione di tendenza negli Stati Uniti, dove i rendimenti dei buoni del Tesoro a tre mesi, dopo essere saliti dal 9,5% nel marzo 1979 alla punta del 16,5% nel marzo 1980, sono ricaduti bruscamente all'8,5% verso la metà di maggio.

Nei maggiori paesi sono state in vigore per determinati periodi politiche monetarie volte a stabilizzare le aspettative e a contenere l'inflazione. Nondimeno, per ragioni in gran parte di natura internazionale, nel corso degli ultimi diciotto mesi l'aumento dei prezzi ha subito una nuova accelerazione su base abbastanza diffusa. In un siffatto contesto, la questione di fondo che si pone al momento attuale è se, di fronte al nuovo *shock* petrolifero e al rincaro di altri prodotti primari, le autorità monetarie si trovino nel complesso in posizione migliore per affrontare questa sfida rispetto al periodo 1973-74. Un possibile modo di impostare tale questione consiste nel collocare l'evoluzione recente dell'offerta di moneta e dei tassi di interesse in una prospettiva di lungo periodo. E' quanto si intende fare nella prima parte del presente capitolo.

L'aumento dei tassi di interesse durante lo scorso anno ha rispecchiato le peggiorate prospettive sul fronte dei prezzi e l'impulso impartito alla domanda di credito dagli elevati o crescenti livelli di attività economica. In aggiunta, in tutti i paesi industriali, di maggiore o di minore importanza, sono state adottate simultaneamente politiche monetarie più restrittive, o comunque meno permissive, in genere con un limitato sostegno da parte delle politiche fiscali e dei redditi. Molti di questi paesi hanno senz'altro dovuto fronteggiare sollecitazioni provenienti dalla domanda e dalla dinamica interna dei costi. Ma in gran parte essi hanno altresì tentato individualmente di evitare un deprezzamento della propria moneta e con esso l'impatto potenziale sui costi interni. Gli sviluppi prodottisi nel corso dell'anno in materia di politica monetaria e sui mercati finanziari sono trattati nella seconda parte del capitolo.

I significativi cambiamenti negli indirizzi di fondo e nelle tecniche di politica monetaria contribuiscono a spiegare l'aumento dei tassi di interesse nello scorso anno e, come dimostra la recente forte ascesa e l'improvvisa ricaduta negli Stati Uniti, possono preconizzare una futura maggiore instabilità dei medesimi. Alcuni paesi-chiave hanno fatto crescente affidamento su criteri quantitativi nella manovra delle riserve bancarie, permettendo che i tassi del mercato monetario e persino i tassi del rifinanziamento presso la banca centrale si muovessero con maggiore libertà in risposta alle mutevoli condizioni del mercato. Si denota altresì una tendenza ad incoraggiare una maggiore flessibilità nei tassi di interesse sui depositi bancari e a fare più affidamento sul

meccanismo dei tassi di interesse nell'allocatione del credito. Continuano tuttavia ad essere largamente impiegati i controlli quantitativi del credito, e la loro introduzione negli Stati Uniti ha segnato un netto, quand'anche temporaneo, scostamento rispetto all'indirizzo precedente. L'ultima sezione del capitolo prende brevemente in esame alcuni di questi cambiamenti e le loro probabili implicazioni.

La manovra monetaria e l'inflazione in una prospettiva di lungo periodo.

Negli ultimi anni la formulazione della politica monetaria nei paesi industriali è stata influenzata dal convincimento che stabili e moderati tassi di espansione monetaria potessero contribuire in modo determinante a condurre sotto controllo l'inflazione. In parte a causa del fatto che, in un contesto inflazionistico, era divenuto più difficile valutare l'impatto restrittivo di dati livelli dei tassi di interesse, nei primi anni settanta iniziò ad assumere importanza nella determinazione delle politiche l'impiego di obiettivi quantitativi per la crescita degli aggregati monetari. In ciò gli Stati Uniti agirono da precursori, sebbene anche le autorità di altri paesi fossero da lungo tempo consapevoli dei rischi inerenti ad un'eccessiva espansione della massa monetaria.

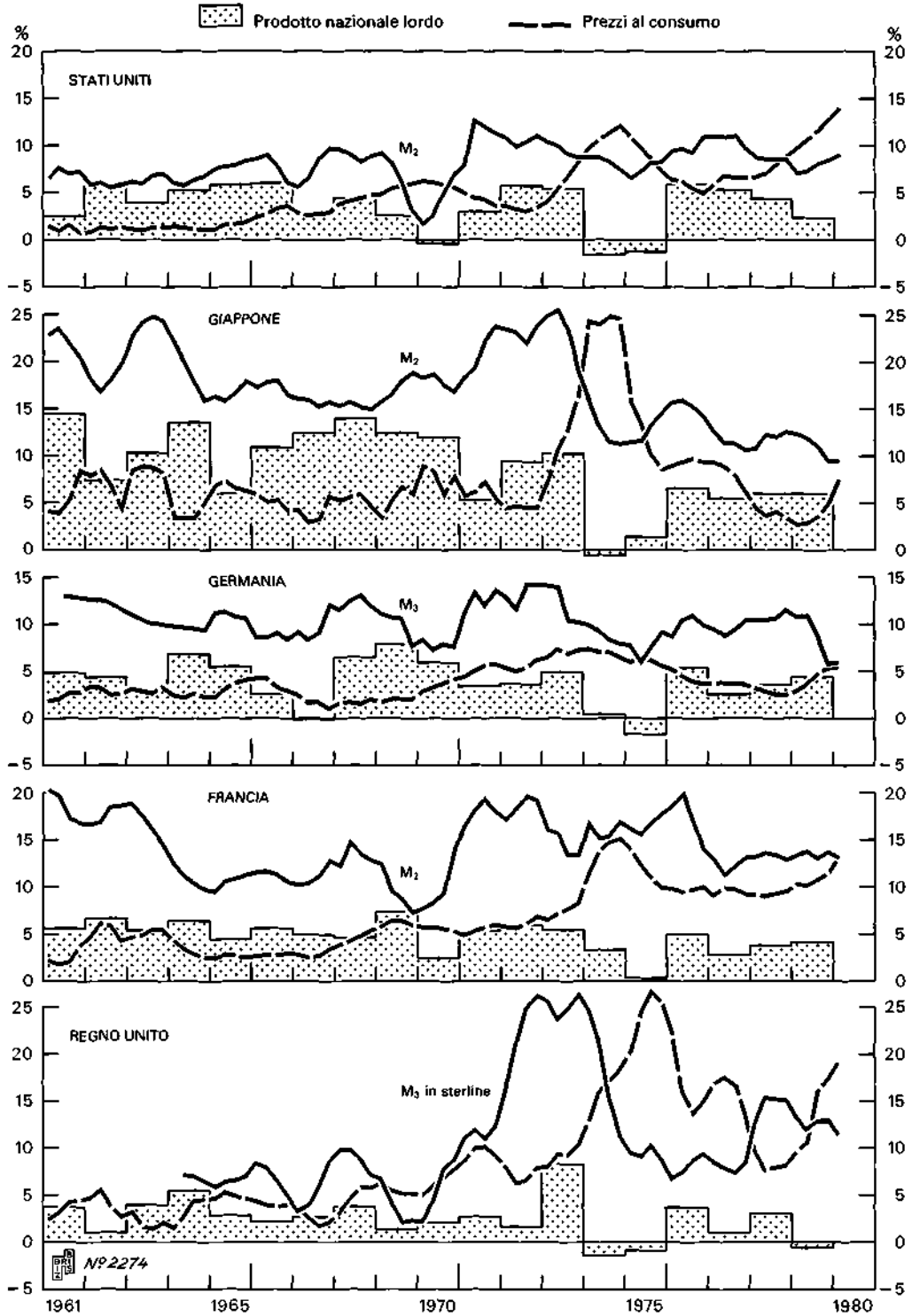
Dopo il crollo del sistema delle parità fisse e la vampata inflazionistica del 1973-74, gli obiettivi di espansione monetaria furono adottati da un numero progressivamente crescente di paesi. Lo scorso anno sette tra i paesi del Gruppo dei Dieci facevano uso di siffatte direttrici di crescita; la Svizzera ne aveva peraltro temporaneamente sospeso l'impiego. Coerentemente alla logica implicita in tale tipo di approccio, tutti gli obiettivi erano stati resi noti pubblicamente, al fine di influenzare le aspettative circa l'evoluzione dei prezzi, e riflettevano in generale politiche tese a ridurre gradualmente i tassi di inflazione lungo un arco di tempo di più anni.

E' ancora prematuro formulare un giudizio definitivo sull'efficacia di tale approccio. In alcuni paesi infatti l'esperienza è ancora di troppo breve durata. In altri, i recenti cambiamenti nelle tecniche della manovra monetaria o il maggiore impegno da parte delle autorità nel perseguimento degli obiettivi potranno entro un certo tempo influire sui risultati. Tuttavia, in considerazione degli evidenti insuccessi recentemente sperimentati, è forse opportuno limitarsi a stabilire, in un contesto di più lungo periodo, quale è stato l'andamento delle variabili monetarie sotto l'operare di queste politiche (in particolare negli ultimi anni) e in che modo il loro comportamento possa essere correlato all'evoluzione dei prezzi e della produzione.

Gli aggregati monetari. Negli ultimi anni i tassi di espansione monetaria hanno continuato a mostrare ampie oscillazioni congiunturali in tutti i maggiori paesi industriali. In molti di essi questi tassi sono inoltre rimasti alquanto elevati rispetto ad analoghe fasi di cicli economici precedenti. Ciò può essere osservato nel grafico seguente, che pone a raffronto l'espansione dell'offerta di moneta in senso lato e l'andamento dei prezzi al consumo negli ultimi due decenni. Al fine di fornire un'indicazione dell'andamento ciclico della produzione sono altresì riportate le variazioni annuali nel prodotto nazionale lordo a prezzi costanti.

Un profilo congiunturale dell'evoluzione della massa monetaria che presenta in modo continuativo strette analogie con quello delle precedenti esperienze è particolarmente evidente nel caso degli Stati Uniti. Fra il 1976 ed il 1978 i tassi di crescita di M_1 (secondo la definizione generalmente in uso fino agli inizi del 1980) non

Expansione della quantità di moneta, variazioni dei prezzi al consumo
e prodotto nazionale lordo a prezzi costanti.
Medie trimestrali o annue; variazioni sull'anno precedente.



hanno toccato i precedenti massimi del 1971 in nessuno dei trimestri. Tuttavia, se si considera l'intero periodo, l'espansione è stata di poco inferiore a quella del 1971-73 ed ha superato quella del periodo 1967-69 che precedette la prima grave accelerazione dell'inflazione negli Stati Uniti. Inoltre, il tasso di crescita di M_2 , sebbene leggermente sceso lo scorso anno, è pur sempre di poco superiore a quello registrato nella recessione del 1975 ed è bene al disopra del livello toccato nella fase di accentuata stretta creditizia del 1969. Si può aggiungere che ciò vale per l'evoluzione di tutti i principali aggregati — più o meno ampi, di vecchia e di nuova definizione — comunemente usati negli Stati Uniti.

In ognuno degli altri paesi considerati, a partire dalla metà degli anni settanta si può osservare una nuova accelerazione congiunturale dei tassi di crescita dell'offerta di moneta in senso lato. Se si prescinde dal Giappone, dove la tendenza ascendente della produzione ha subito una notevole flessione, dal 1975 i tassi di crescita monetaria sono stati vicini o superiori a quelli degli anni sessanta. Tuttavia, se si eccettua la Francia nel periodo 1974-75, durante gli ultimi anni l'aumento dell'offerta di moneta è stato quanto meno inferiore a quello della prima parte degli anni settanta.

Gli elevati tassi di crescita monetaria possono essere attribuiti in parte a criteri di espansione alquanto generosi e in parte a difficoltà incontrate nel rispettare gli obiettivi prefissati. In tutti i paesi considerati le autorità erano convinte che l'inflazione potesse essere eliminata dall'economia soltanto in modo graduale e, dopo la recessione del 1974-75, esse aspirarono a favorire una ripresa economica capace di ridurre sensibilmente la disoccupazione. Nel fissare gli obiettivi le autorità monetarie avevano ipotizzato tassi minimi "strutturali" di inflazione alquanto elevati e tassi di sviluppo effettivo o potenziale della produzione improntati ad ottimismo. Indi, in un contesto di incertezza circa l'evoluzione dell'attività economica e di inattese, spesso improvvise, perturbazioni sui mercati finanziari o sui mercati dei cambi, si è acconsentito che l'espansione monetaria superasse — non di rado in misura notevole — gli obiettivi prefissati. In particolare, dal 1978 in poi le autorità monetarie hanno dovuto affrontare il problema, già presentatosi nel periodo 1974-75, di decidere se e in quale misura si dovesse dare spazio alle sollecitazioni di origine esterna sui prezzi.

Ovviamente gli sviluppi monetari nei maggiori paesi dopo il 1975 sono stati in larga misura interdipendenti. Negli Stati Uniti le autorità hanno tentato di limitare le spinte al rialzo sui tassi di interesse che potevano compromettere la ripresa o portare ad una recessione. Esse paiono aver sottovalutato l'esuberanza dell'economia, sopravvalutando per contro l'azione restrittiva della politica monetaria. Soltanto nel novembre 1978, dopo un forte deprezzamento del dollaro sui mercati dei cambi, vennero compiuti dei tentativi per impartire alla politica monetaria un indirizzo più restrittivo. Nel contempo molti altri paesi dovevano far fronte ad eccessivi apprezzamenti della propria moneta che comprimevano l'attività economica interna. La loro risposta consistette in pesanti interventi sul mercato, con una conseguente forte espansione dell'offerta di moneta all'interno.

Ovunque la manovra monetaria ha dovuto essere attuata in condizioni di grande incertezza. La presenza di forti cambiamenti nelle preferenze attribuite alle varie monete innescati dalle fluttuazioni dei tassi di cambio, nonché di marcati spostamenti nella domanda di moneta per scopi transattivi indotta dai crescenti tassi di interesse e da innovazioni normative, ha reso difficoltosa l'interpretazione degli sviluppi nell'offerta di moneta.

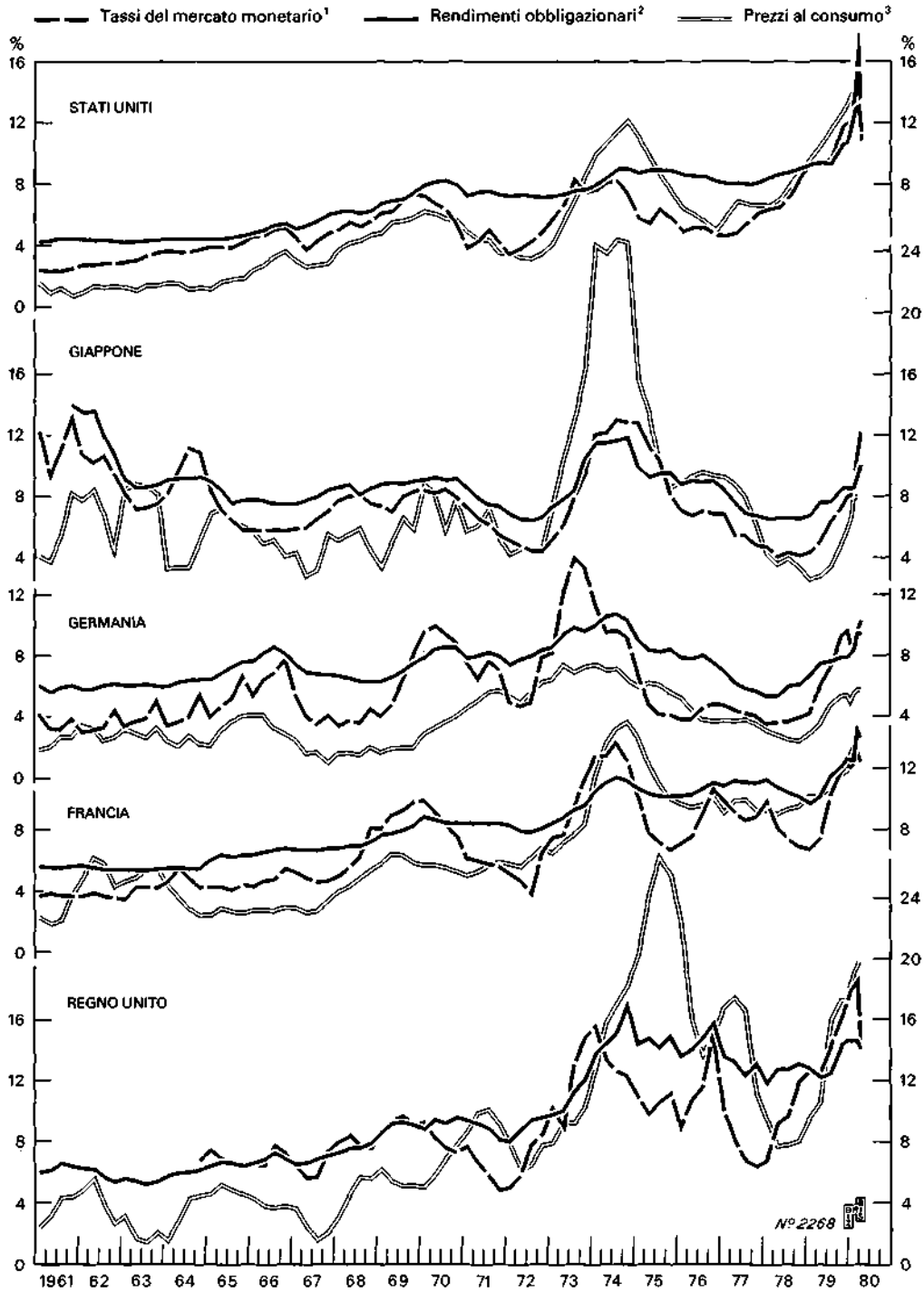
Nonostante le difficili circostanze in cui dovettero muoversi i vari paesi, nel 1976-78 i tassi di espansione monetaria si mantennero, se si eccettuano gli Stati Uniti, su livelli inferiori a quelli dei due-tre anni immediatamente precedenti la prima crisi petrolifera. Ciò vale persino nel caso della Germania, caratterizzato da forti interventi sui mercati dei cambi per impedire un eccessivo apprezzamento del marco. In Giappone i tassi di crescita di M_2 nel periodo 1976-78 furono inferiori alla metà di quelli registrati nei primi anni settanta, mentre in Francia i tassi di crescita di M_2 furono ridotti decisamente nel corso del 1976 e dei primi mesi dell'anno successivo. Nel Regno Unito l'espansione di M_1 in sterline subì una pronunciata accelerazione nel 1977-78, ma ciò che seguì non è assolutamente paragonabile all'esplosione monetaria prodottasi nel 1972-73. Nonostante gli aspetti positivi che emergono dai raffronti, sarebbe tuttavia difficile concludere, sulla base dei tassi di espansione monetaria rilevati, che le politiche perseguite, almeno fino allo scorso anno, siano state particolarmente restrittive.

I tassi di interesse. Nel porre i recenti sviluppi di politica monetaria in una prospettiva di lungo periodo, è parimenti utile un raffronto fra i movimenti dei tassi di interesse e gli incrementi annui dei prezzi al consumo, così come appare nel grafico di pagina 63. Sebbene non vi sia una spiegazione unanime del processo di formazione delle aspettative inflazionistiche, l'andamento effettivo dei prezzi al consumo può essere assunto come indicatore approssimativo dell'evolversi di tali aspettative.

Come si può osservare nel grafico, in tutti i maggiori paesi i livelli dei tassi di interesse, sia a breve sia a lungo termine, hanno superato discretamente i tassi di incremento dei prezzi al consumo durante la maggior parte degli anni sessanta. Nel decennio successivo il differenziale si è invece fatto mediamente più ristretto ed è stato negativo durante gran parte del periodo. I tassi di inflazione si sono infatti innalzati rapidamente nei primi anni settanta, e durante il periodo 1973-75 si sono mantenuti a livelli superiori ai tassi rappresentativi del mercato a breve e a lungo termine in tutti i paesi considerati eccetto la Germania. In Giappone e nel Regno Unito questa relazione, in precedenza insolita, fra le due curve si è protratta (salvo un breve periodo nel 1976) fin verso la fine del 1977, ed è ricomparsa nel Regno Unito nel corso del 1979. Negli Stati Uniti il tasso corrente di inflazione ha superato i rendimenti delle obbligazioni di società primarie soltanto nel 1979; ma si è tuttavia mantenuto costantemente al disopra dei rendimenti dei buoni del Tesoro per un lungo periodo che va dal 1973 fino alla primavera di quest'anno. I cambiamenti nell'indice dei prezzi al consumo potrebbero comportare una sovrastima del tasso di inflazione, ma comunque non in misura tale da alterare l'immagine di fondo. A seguito degli aggiustamenti occorsi agli inizi del 1980, i tassi di interesse per un certo tempo parevano situarsi a livelli più elevati, in rapporto agli incrementi percentuali dei prezzi al consumo, rispetto al periodo 1973-75.

Non sorprende di certo che in particolare i rendimenti a lungo termine si mantengano al disotto dei tassi correnti di inflazione nei periodi in cui quest'ultima attraversa una fase di eccezionale virulenza, ritenuta però non duratura. Negli anni recenti gli operatori economici potrebbero aver sottovalutato la velocità con cui il processo inflazionistico stava guadagnando terreno. Ma il fatto che i tassi di interesse reali a breve rimangano negativi o di poco superiori a zero per lunghissimi periodi pare essere altresì sintomatico di una politica monetaria decisamente più accomodante di quanto previsto.

Tassi di interesse a breve e a lungo termine e variazioni dei prezzi al consumo.
Medie trimestrali.*



*Per il 1980 rilevazioni mensili.

¹Per gli Stati Uniti, buoni del Tesoro a tre mesi; per il Giappone, denaro a vista; per la Germania, depositi interbancari a tre mesi; per la Francia, denaro alla giornata; per il Regno Unito, depositi interbancari in sterline a tre mesi. ²Per gli Stati Uniti, obbligazioni di società Aaa; per il Giappone, obbligazioni del settore dei telegrafi e dei telefoni; per la Germania e per la Francia obbligazioni del settore pubblico; per il Regno Unito, titoli di Stato ventennali. ³Variazioni percentuali annue.

In Germania la relazione fra tassi di interesse e prezzi al consumo durante gli anni settanta presenta una fisionomia alquanto diversa rispetto agli altri paesi. I rendimenti obbligazionari sono rimasti per tutto il periodo ben al disopra dei tassi correnti di inflazione, ed anche i tassi reali dei titoli a tre mesi del mercato monetario si sono costantemente mantenuti positivi, salvo brevi intervalli nel 1972 e nel 1975-76. Nel 1973-74 e nuovamente nel 1979 i tassi di interesse a breve sono saliti in misura superiore al tasso di inflazione interno misurato dai prezzi al consumo, evidentemente in risposta alle politiche restrittive ed agli sviluppi sui mercati monetari esteri.

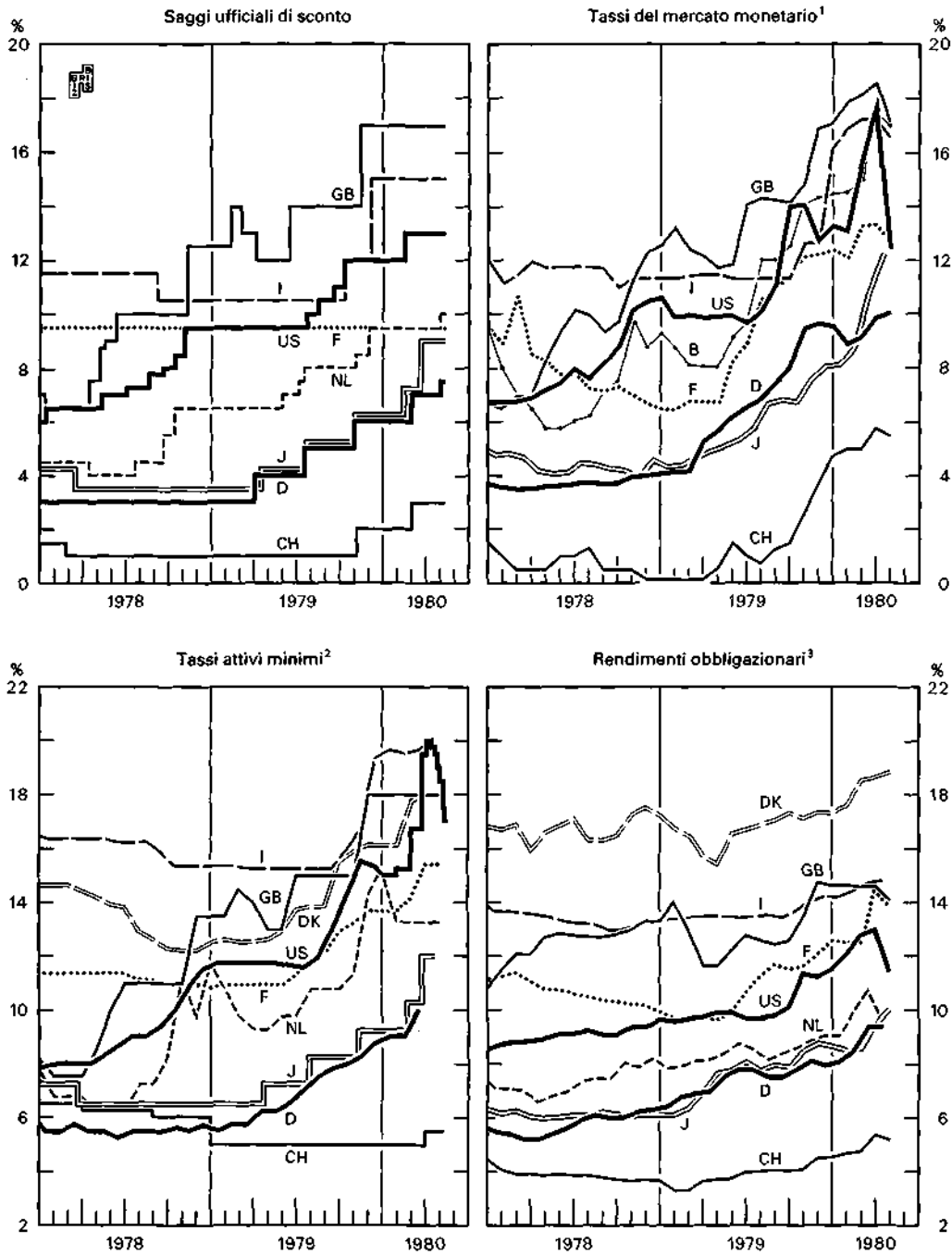
La relazione fra tassi di interesse a breve e a lungo termine può contribuire di per sé a palesare l'azione esercitata dalla politica monetaria. Negli Stati Uniti i rendimenti obbligazionari hanno superato i tassi dei buoni del Tesoro in misura insolitamente grande durante il periodo 1970-73 e nuovamente fra il 1976 e il 1978. Questa configurazione può ben stare ad indicare aspettative di tassi crescenti da parte del mercato, basate forse sul convincimento che la politica monetaria non fosse sufficientemente rigorosa e che l'inflazione avrebbe subito un'accelerazione. Agli inizi del 1979, tuttavia, il margine si è annullato, ed in seguito i tassi a breve hanno sopravanzato quelli a lungo termine per un periodo di notevole durata. Un differenziale insolitamente ampio a favore dei tassi a lunga è altresì riscontrabile, per la maggior parte del periodo 1975-79, in Germania, Francia e Regno Unito. Questo fenomeno e la susseguente comparsa di una curva dei rendimenti invertita in questi paesi sono stati fortemente influenzati dagli sviluppi negli Stati Uniti e sui mercati valutari.

Nel complesso quindi, il comportamento dei tassi di interesse, analogamente a quello degli aggregati monetari, pare indicare che le politiche monetarie nei principali paesi non sono state particolarmente restrittive nel periodo 1975-78. In termini generali, le politiche in atto in quegli anni hanno "finanziato" elevati tassi di inflazione correnti, hanno incoraggiato una tradizionale espansione congiunturale della produzione e, a causa della loro difformità, hanno contribuito a determinare un'instabilità dei tassi di cambio. Per un certo periodo in alcuni paesi europei e in Giappone le pressioni inflazionistiche sono state sensibilmente ridotte, ma anche in questi paesi i tentativi di stabilizzazione monetaria si sono affievoliti sotto l'impatto di forze dirompenti di provenienza esterna. In siffatte circostanze la politica monetaria non poteva moderare le aspettative inflazionistiche su base duratura. Come spiegato nel Capitolo II, il dinamismo della domanda globale e determinate strozzature settoriali dell'offerta sono stati parzialmente responsabili della virulenza e della velocità che hanno caratterizzato la nuova impennata dei prezzi lo scorso anno. Le politiche monetarie attuate nei paesi industriali hanno tuttavia costituito parte del contesto in cui si è sviluppato il processo di crescente inflazione.

La politica monetaria e gli sviluppi dei parametri finanziari nel 1979-80.

La recente evoluzione dei tassi di interesse. Nel corso del 1979 i tassi di interesse sono nettamente aumentati in quasi tutti i paesi industriali, pur seguendo un andamento abbastanza irregolare. Tipicamente, sia i tassi del mercato monetario sia i rendimenti obbligazionari sono stati spinti a più elevati livelli durante fasi di repentino e forte aggiustamento, alternatesi a periodi di calma. Benché il profilo temporale abbia differito sensibilmente da un paese all'altro, se si considera il periodo che va dall'inizio del 1979 ai primi mesi del 1980, l'entità dell'aumento è stata notevolmente simile su tutti i mercati, nonostante le differenze nei rispettivi tassi di inflazione correnti o attesi.

Evoluzione recente dei tassi di interesse.



№ 2275

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

¹Tassi rappresentativi (per il Belgio, certificati a quattro mesi; per la Francia, depositi interbancari a un mese; per l'Italia, depositi interbancari a vista; per il Giappone, denaro a vista; per gli altri paesi, titoli del mercato monetario a tre mesi). ²Tassi minimi applicati dalle banche commerciali sui crediti di cassa alla clientela di prim'ordine (per la Danimarca, tasso attivo medio; per la Germania, valore inferiore della gamma di tassi applicati alle aperture di credito in conto corrente di elevato importo). ³Tassi rappresentativi (per gli Stati Uniti, l'insieme delle obbligazioni di società private; per la Danimarca, principalmente obbligazioni fondiarie; per i Paesi Bassi e il Regno Unito, titoli di Stato; per gli altri paesi, varie altre obbligazioni del settore pubblico).

L'aumento dei tassi di interesse a breve, iniziato negli Stati Uniti nella primavera del 1978 in un contesto caratterizzato da una forte ripresa economica, da un nuovo accelerarsi dell'inflazione e da tentativi volti a contenere la rapida espansione monetaria, ricevette un forte impulso dai provvedimenti a sostegno del dollaro presi nel novembre dello stesso anno. Questi comprendevano fra l'altro l'aumento di un punto percentuale del saggio ufficiale di sconto, fino allora semplicemente adattato all'andamento dei tassi di mercato. I tassi del mercato monetario peraltro calarono leggermente all'inizio del 1979 rimanendo in seguito più o meno stabili fino alla scorsa estate.

Nel frattempo nell'Europa occidentale e in Giappone i tassi di interesse a breve avevano cominciato a salire alquanto rapidamente nella primavera del 1979; anche i rendimenti obbligazionari si muovevano al rialzo nella maggior parte di questi paesi. La ripresa economica stava guadagnando terreno e l'inflazione andava accelerandosi per la pressione sui costi causata da fattori esterni ed interni. In Germania i rendimenti obbligazionari si trovavano in fase ascendente già dalla metà del 1978, sotto l'influsso di una crescente domanda di credito. In aggiunta a ciò le autorità avevano approfittato della ripresa del dollaro, dopo il novembre 1978, per attuare una politica mirante a restringere l'espansione monetaria e creditizia. A partire dalla primavera del 1979 i tassi a breve e a lungo termine nel Belgio, nei Paesi Bassi e in Francia — paesi le cui monete sono reciprocamente collegate nel Sistema monetario europeo — sono saliti in sincronia con i tassi di interesse tedeschi, sebbene generalmente ad un ritmo più rapido. Nel Regno Unito i tassi di interesse hanno iniziato a salire poco tempo dopo, soprattutto in conseguenza dei provvedimenti per raffrenare l'espansione monetaria annunciati con il bilancio di giugno. In Giappone il saggio ufficiale di sconto è stato elevato dapprima in aprile e quindi nuovamente in luglio, in reazione alla crescente inflazione e nel tentativo di difendere lo yen. In Italia i tassi di interesse, trovandosi già ad elevati livelli, sono rimasti praticamente stabili fino a settembre.

In ottobre ha avuto bruscamente inizio una nuova fase. Benché negli Stati Uniti i tassi del mercato monetario fossero in fase ascendente dal mese di luglio ed il saggio ufficiale di sconto fosse stato aumentato a più riprese, il dollaro dava nuovi segni di debolezza. Dopo una precedente pausa, l'espansione monetaria si era decisamente accelerata, l'attività economica si manteneva inaspettatamente sostenuta e le spinte inflazionistiche andavano chiaramente intensificandosi. Appariva quindi necessaria un'azione più incisiva. Ed infatti, il 5 ottobre la Federal Reserve annunciava un aumento del saggio di sconto dall'11 al 12%, nel quadro di un complesso di provvedimenti che, almeno per un certo periodo, convincevano il mercato della determinazione delle autorità monetarie. Alla fine del mese il tasso sui Federal funds superava di 5 punti percentuali il livello di metà anno ed i rendimenti obbligazionari erano saliti di 1,5 punti. Anche negli altri paesi, restii a permettere un apprezzamento della propria moneta rispetto al dollaro, i tassi di interesse venivano trascinati verso l'alto nella scia dei tassi americani. Un forte e generale aumento dei tassi di mercato si è prodotto quasi ovunque, in seguito a provvedimenti che accrescevano sostanzialmente il costo marginale del credito della banca centrale. Inoltre, fra gli inizi di ottobre e la metà di gennaio i saggi ufficiali di sconto sono stati elevati — con incrementi che vanno fino a 3 punti percentuali per il Regno Unito e a 4,5 punti percentuali per l'Italia — in nove fra i paesi compresi nel Gruppo dei Dieci e Svizzera. A ciò hanno fatto prontamente seguito un aumento dei tassi attivi bancari ed un progressivo rialzo dei rendimenti obbligazionari.

Vi è stata quindi una fase di calma, peraltro di breve durata, agli inizi del 1980, durante la quale i tassi a breve sono leggermente ridiscesi in alcuni paesi. Negli Stati Uniti, in presenza di un'ulteriore accelerazione dei prezzi al consumo e con l'affievolirsi delle aspettative di un rallentamento congiunturale, in febbraio i corsi delle obbligazioni subivano un tracollo e la media mensile dei Federal funds toccava l'eccezionale livello del 14%. Allorché la Federal Reserve reagì fermamente portando il tasso di sconto dal 12 al 13%, una nuova ondata di aumenti dei saggi ufficiali coinvolgeva Giappone, Belgio, Germania, Svizzera e Danimarca. In marzo veniva annunciata negli Stati Uniti una nuova serie di provvedimenti restrittivi di tipo fiscale e monetario. In questa occasione le autorità lasciavano invariato il saggio di sconto di base ma introducevano una maggiorazione di 3 punti percentuali da applicarsi nel caso di frequente ricorso al rifinanziamento presso la Federal Reserve. Verso la fine di marzo il tasso sui Federal funds aveva quasi raggiunto il 20%; i rendimenti delle obbligazioni di società private toccavano il 14% ed i tassi di interesse sulle accettazioni bancarie a tre mesi, il 17,5%. Agli inizi di aprile i tassi attivi minimi praticati dalle banche raggiungevano il livello-primato del 20%, mentre venivano offerti mutui ipotecari con tassi fissati al 16-17% per scadenze fino a venticinque anni.

Nella primavera del 1980 i tassi di interesse si portavano a livelli notevolmente elevati anche nei paesi dell'Europa occidentale, dove quasi ovunque stavano parimenti crescendo i tassi di inflazione e si intensificavano le spinte provenienti dalla domanda, pur rimanendo inferiori a quelli degli Stati Uniti. In Germania i fattori determinanti paiono essere stati la forza della domanda globale ed il proseguimento dell'azione delle autorità monetarie per impedire un surriscaldamento congiunturale riducendo l'espansione monetaria e creditizia. Anche nel Regno Unito e in Francia le autorità hanno tentato di frenare l'espansione della moneta; si aggiunga che l'inflazione aveva ricevuto un forte impulso da fattori di costo endogeni, così come in Italia. In taluni paesi minori, tra cui il Belgio, i Paesi Bassi e la Danimarca, i tassi di interesse parevano essere particolarmente elevati in rapporto ai tassi correnti di inflazione, fatto che potrebbe in parte attribuirsi agli ampi disavanzi di bilancio ed alla necessità di finanziare crescenti deficit nei pagamenti correnti con l'estero. Nel definire le proprie politiche dei tassi di interesse, le autorità monetarie di quasi tutti i paesi hanno accordato una decisa priorità alla difesa delle rispettive monete, prescindendo dalle condizioni della domanda aggregata interna, nella speranza di attenuare le spinte esogene sui costi. Poiché i mercati monetari paiono essersi attesi un elevato grado di stabilità dei cambi, i tassi di interesse nominali si sono mossi verso l'alto in stretta sintonia nei vari paesi. Ma mentre negli Stati Uniti i tassi di interesse sopravanzavano di poco i tassi di inflazione, in molti altri paesi i rendimenti ed il costo del credito hanno toccato livelli molto alti in termini "reali".

In marzo e nella prima parte di aprile i tassi di interesse americani hanno subito una repentina flessione in risposta ai sintomi di un'emergente recessione economica ed al clima di maggiore cautela creatosi sui mercati del credito. Tale flessione, analogamente al precedente rialzo, è stata notevolmente brusca, soprattutto per quanto riguarda i tassi a breve. Verso gli inizi di maggio il rendimento delle accettazioni bancarie a tre mesi era sceso al 9,5%, il *prime rate* si era riportato al 17,5% ed i rendimenti sulle obbligazioni delle società private si situavano al 12%. Il 7 maggio è stata abolita la maggiorazione di tre punti percentuali sul saggio di sconto applicata in caso di frequente ricorso al rifinanziamento presso la Federal Reserve. In presenza di una certa flessione del dollaro sui mercati dei cambi, si sono prodotti cali di modesta entità

nei tassi del mercato monetario e nei rendimenti obbligazionari su quasi tutti i mercati europei. Il 2 maggio la Bundesbank elevava tuttavia il saggio di sconto ed il tasso sulle anticipazioni rispettivamente dal 7 al 7,5% e dall'8,5 al 9,5%, in risposta sia all'accelerazione dell'espansione monetaria sia al disavanzo esterno corrente del paese. Alla stessa data la banca centrale dei Paesi Bassi aumentava di mezzo punto percentuale i propri tassi ufficiali di rifinanziamento.

La politica monetaria e l'espansione dell'offerta di moneta. Le condizioni di stretta monetaria determinatesi lo scorso anno vanno in larga parte ricondotte alla maggiore risolutezza palesata dai piú importanti paesi nell'attuare politiche volte soprattutto a ridurre l'espansione della massa monetaria. Gli aggiustamenti dei tassi di interesse hanno costituito poi il meccanismo attraverso il quale la stretta si è trasmessa a quasi tutti i paesi.

La tabella che segue e il grafico a pagina 70 riportano gli obiettivi monetari ed i tassi effettivi di espansione dei corrispondenti aggregati.

In quasi tutti i paesi considerati gli obiettivi o i massimali sono stati fissati di anno in anno a livelli leggermente piú bassi, di riflesso al convincimento che la loro pubblicazione avrebbe contribuito a smorzare le aspettative inflazionistiche. In molti casi, invero, nel periodo preso come base per lo scorso anno l'espansione monetaria aveva oltrepassato gli obiettivi; ciò implicava che, pur non annullando i precedenti sconfinamenti, la politica monetaria sarebbe divenuta progressivamente restrittiva nel corso dell'anno. Ma piú importante è stato il fatto che in nessun paese i limiti fissati come obiettivo sono stati ampliati in funzione di tassi di inflazione dimostratisi ben piú elevati del previsto. Benché di fatto alcuni paesi non siano riusciti a conseguire pienamente gli obiettivi prefissati, in generale nel corso del 1979 si è dimostrata una maggiore risolutezza nell'azione tesa a contenere l'espansione monetaria.

Negli *Stati Uniti* gli aggregati monetari, dopo una crescita moderata nei primi mesi del 1979, hanno iniziato ad espandersi in modo rapido nell'estate successiva. Questo processo, assieme ai connessi sviluppi sui mercati dei cambi, contribuisce a spiegare la collocazione temporale della stretta di politica monetaria e la successione dei provvedimenti restrittivi varati a partire da ottobre. L'espansione monetaria è rallentata nell'ultimo trimestre e, per l'intero 1979, l'aumento di M_1 rientra di misura nell'intervallo di crescita prefissato.

Tuttavia, nei primi mesi del 1980 gli aggregati ristretti si muovevano al disopra dei nuovi e piú severi intervalli di crescita fissati dalle autorità. In un clima di crescenti attese inflazionistiche e di sempre piú intensa attività speculativa, i provvedimenti di ottobre – un aumento del saggio ufficiale di sconto, l'imposizione di un obbligo di riserva sugli incrementi delle passività "amministrate" delle banche ed un maggiore affidamento sul controllo delle riserve liquide bancarie quale strumento di politica monetaria – sono stati rafforzati, dapprima mediante un ulteriore aumento del saggio di sconto in febbraio, e quindi con l'avvio di un nuovo approccio restrittivo di ampia portata nel marzo successivo. Esso comprendeva criteri di limitazione quantitativa del credito concesso alle imprese; l'imposizione di un deposito obbligatorio a fronte degli incrementi di determinate categorie di credito al consumo; l'innalzamento dei coefficienti di riserva obbligatoria sulle passività "amministrate" delle banche; l'introduzione di un vincolo analogo a carico delle banche non appartenenti al Federal Reserve System; l'istituzione di un deposito obbligatorio sulla crescita dei fondi di investimento del mercato monetario. Sebbene le limitazioni al credito fossero fissate in

**Aggregati monetari e creditizi: obiettivi
e tassi effettivi di crescita.**

Paesi	Aggregati monetari o creditizi	Periodi	Obiettivi	Dati effettivi
			Incrementi percentuali ¹	
Stati Uniti . . .	M ₁ vecchia definizione	IV/1978 — IV/1979	3,0— 6,0 ²	5,5
	M _{1A} nuova definizione	IV/1979 — IV/1980	3,5— 6,0	.
	M _{1B} nuova definizione	IV/1979 — IV/1980	4,0— 6,5	.
	M ₂ vecchia definizione	IV/1978 — IV/1979	5,0— 8,0	8,3
	M ₂ nuova definizione	IV/1979 — IV/1980	6,0— 9,0	.
	M ₃ vecchia definizione	IV/1978 — IV/1979	6,0— 9,0	8,1
	M ₃ nuova definizione	IV/1979 — IV/1980	6,5— 9,5	.
	Credito bancario totale	IV/1978 — IV/1979 IV/1979 — IV/1980	7,5—10,5 ³ 6,0— 9,0 ³	11,0 .
Giappone . . .	M ₂ + Certificati di deposito	I/1978 — III/1979	12,0 ⁴	11,7 ⁵
		IV/1978 — IV/1979	11,0	11,2
		I/1979 — I/1980	10,0	10,7
		II/1979 — II/1980	10,0	.
Germania . . .	Moneta della Banca centrale	IV/1978 — IV/1979	6,0— 9,0	6,3
		IV/1979 — IV/1980	5,0— 8,0	.
Francia	M ₂	dicembre 1978 — dicembre 1979 dicembre 1979 — dicembre 1980	11,0 11,0	14,3 .
Regno Unito . .	M ₃ in sterline	ottobre 1978 — ottobre 1979	8,0—12,0	13,4
		giugno 1979 — ottobre 1980	7,0—11,0	.
		febbraio 1980 — aprile 1981	7,0—11,0	.
		aprile 1981 — aprile 1982	6,0—10,0 ⁶	.
		aprile 1982 — aprile 1983	5,0— 9,0 ⁶	.
		aprile 1983 — aprile 1984	4,0— 8,0 ⁶	.
Italia	Credito totale interno	dicembre 1978 — dicembre 1979	18,5 ⁷	19,0
		dicembre 1979 — dicembre 1980	17,0 ⁷	.
Paesi Bassi . .	M ₂ /Reddito nazionale netto	fine 1980	leggera riduzione	36,5 ⁸
Canada	M ₁	giugno 1978 — II/1979	6,0—10,0	7,7
		II/1979 —	5,0— 9,0	.
Svizzera	Base monetaria	novembre 1979 — novembre 1980	4,0	.

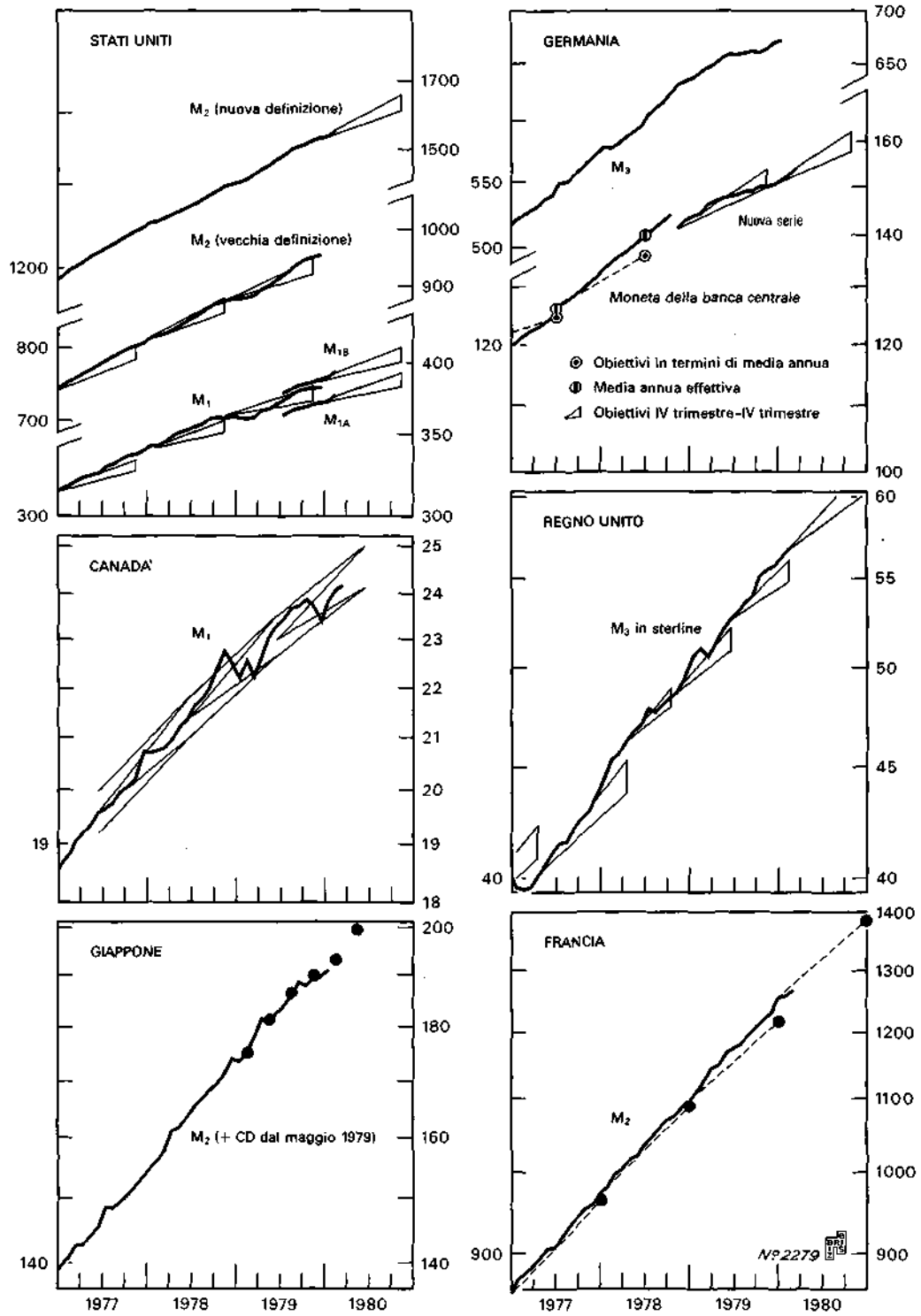
¹Rapporati all'anno qualora il periodo considerato sia di diversa durata. ²Obiettivo modificato nell'ottobre 1979, allorché è divenuto evidente che l'uso dei servizi di giroconto automatico (ATS) e degli ordini negoziabili di prelievo (NOW) si stava espandendo in misura superiore al previsto; l'intervallo di crescita originariamente posto come obiettivo era 1,5-4,5%. ³Valore stimato in funzione degli obiettivi fissati per gli aggregati monetari. ⁴Variazione stimata per ciascun periodo di quattro trimestri. ⁵III/1978-III/1979. ⁶Piano a medio termine; valori suscettibili di revisione. ⁷Limite superiore espresso in valore assoluto: lire 53 miliardi nel 1979, lire 59 miliardi nel 1980. ⁸Fine 1979.

coerenza con gli obiettivi posti per gli aggregati monetari e a sostegno della manovra della liquidità nell'azione di inasprimento delle condizioni monetarie, il programma comportava chiaramente un tentativo di restringere più in generale i flussi finanziari.

In *Germania* la crescita della moneta della banca centrale ha subito lo scorso anno un netto rallentamento. Fra il quarto trimestre del 1978 ed il quarto trimestre del 1979 la sua espansione si è situata nella metà inferiore della fascia ufficiale di crescita, in linea con gli obiettivi annunciati dalle autorità. Agli inizi del 1979 la Bundesbank ha incoraggiato una decisa contrazione delle riserve di liquidità delle banche e, allorché queste hanno incrementato il ricorso alle anticipazioni, ha ridotto l'accesso a tale forma di rifinanziamento applicandovi in via temporanea limiti quantitativi. In seguito, le riserve bancarie sono state mantenute sotto stretto controllo mediante dosati interventi correttivi.

Lo scorso anno sono stati intensificati gli sforzi per frenare l'espansione monetaria anche in alcuni paesi che a tale scopo fanno tradizionalmente ampio affidamento su strumenti diretti o quantitativi di controllo del credito, assegnando soltanto un ruolo

Aggregati monetari*: obiettivi e tassi di crescita.



*In miliardi (per il Giappone in migliaia di miliardi) di unità monetarie nazionali.

secondario alla manovra della liquidità bancaria ed alla politica dei tassi di interesse. In *Giappone*, dove dal primo trimestre 1979 sono stati ristretti i limiti all'espansione del credito bancario fissati nel quadro della cosiddetta "window guidance", la crescita di M_2 è stata lo scorso anno notevolmente inferiore al 1978. In *Francia* l'espansione monetaria ha segnato per contro un'accelerazione rispetto al 1978; per l'anno in corso sono state tuttavia inasprite le norme poste all'evoluzione del credito bancario. I massimali al credito per il 1980 sono divenuti più severi anche nei *Paesi Bassi*, dove si fissa come obiettivo un determinato rapporto fra l'offerta di moneta ed il reddito nazionale netto, e in *Italia*, che non pubblica obiettivi per la crescita dell'offerta di moneta, ma bensì per l'espansione del credito totale interno.

Nel *Regno Unito* i tassi di espansione monetaria hanno continuato a seguire nel 1979 un andamento alquanto irregolare, situandosi spesso in prossimità o al disopra del limite superiore della fascia posta come obiettivo dalle autorità. Il sistema di depositi speciali ("corset") sull'espansione delle passività bancarie remunerate considerate ai fini della riserva di liquidità era servito per un certo tempo a ridurre la crescita monetaria rilevata statisticamente, ma aveva potuto essere eluso mediante operazioni di credito per accettazione. L'efficacia di questo strumento è divenuta ancora più dubbia dopo che l'eliminazione dei controlli valutari ha permesso ai residenti britannici di detenere depositi all'estero, ed esso dovrebbe essere abolito nel giugno 1980. Poiché i fondi deviati verso il mercato degli effetti cambiari ricompariranno presumibilmente nell'offerta di moneta, l'attuale obiettivo si potrà in definitiva rivelare più restrittivo di quanto esso appaia. Le autorità hanno dimostrato di essere disposte a permettere forti oscillazioni nei tassi di interesse quando ciò si renda necessario per conseguire il controllo della moneta. Inoltre, in marzo il governo ha reso noto un programma antinflazionistico a medio termine imperniato su un progressivo rallentamento dell'espansione monetaria, dichiarandosi pronto a ridurre la spesa e il fabbisogno finanziario dello Stato in modo da facilitare il conseguimento degli obiettivi monetari.

Nel 1979 l'andamento dei diversi aggregati monetari è stato influenzato in misura insolita da spostamenti tra i vari tipi di attività finanziarie in reazione ai mutevoli differenziali dei tassi di interesse. Le imprese e i privati hanno cercato, ad esempio, di contenere i saldi operativi non fruttiferi o scarsamente remunerati e hanno attinto fondi ai depositi a risparmio per impiegarli in valori mobiliari, in titoli del mercato monetario e in depositi vincolati i cui tassi di interesse sono adeguati con maggiore flessibilità. Siffatti spostamenti hanno contribuito a rallentare la crescita degli aggregati più ampi, ai quali si applicano gli obiettivi in *Germania*, in *Giappone* e negli *Stati Uniti*; il loro impatto è stato tuttavia ancora più netto sugli aggregati ristretti. Lo scorso anno l'aumento di M_1 ha infatti subito quasi ovunque una forte decelerazione ed è stato molto inferiore a quello di M_2 o di M_3 in pressoché tutti i paesi.

Negli *Stati Uniti*, paese in cui viene attribuita notevole importanza all'obiettivo per M_1 , hanno avuto un ruolo determinante i cambiamenti apportati alla normativa e le innovazioni tecnico-finanziarie. Verso la fine del 1978 le banche commerciali erano state autorizzate ad offrire alla propria clientela dei servizi di giroconto automatico (ATS) per il trasferimento di fondi da depositi a risparmio a conti a vista, e le banche dello Stato di New York avevano ottenuto il permesso di aprire particolari conti dotati di ordini negoziabili di prelievo (NOW), con i quali si rendeva possibile l'emissione di assegni a fronte di depositi fruttiferi. La rapida diffusione iniziale di questi strumenti ha subito un rallentamento nell'aprile 1979, in seguito ad una sentenza che dichiarava illegali i conti ATS e ne subordinava l'ulteriore impiego all'emanazione di una legge autorizzativa da

parte del Congresso. In ottobre si è provveduto ad innalzare sensibilmente l'obiettivo per M_1 , in considerazione dei predetti sviluppi. I flussi dei depositi sono stati altresì decisamente influenzati dal successo incontrato dai certificati a sei mesi del mercato monetario (la cui emissione da parte delle banche e degli istituti di risparmio era stata autorizzata dalla metà del 1978) emessi anche in tagli minimi di soli \$10.000 e recanti un interesse correlato al rendimento dei buoni del Tesoro semestrali. Nel luglio 1979 è stato introdotto un limite superiore mobile sui tassi di interesse dei buoni fruttiferi con scadenza a quattro o più anni e nel gennaio 1980 questo limite di scadenza è stato abbassato a due anni e mezzo. Di portata maggiore è stato tuttavia l'influsso esercitato da un nuovo strumento dovuto all'iniziativa privata, ossia i fondi d'investimento del mercato monetario che offrono determinate possibilità di negoziazione. Al fine di tenere conto di tali sviluppi e di classificare i depositi secondo criteri funzionali anziché istituzionali, è stata definita e posta come base degli obiettivi per il 1980 una nuova serie di aggregati monetari.

Anche in *Canada* le innovazioni finanziarie hanno agito nel senso di moderare l'espansione di M_1 , prescelta come variabile di obiettivo dalle autorità. Le nuove facilitazioni offerte dalle banche ai detentori di depositi a risparmio hanno permesso ai privati di economizzare le disponibilità a vista.

In *Svizzera*, uno dei paesi che per primi hanno pubblicato obiettivi monetari, nel 1979 è stata abbandonata tale pratica dando la priorità al mantenimento di una maggiore stabilità del tasso di cambio. Tuttavia, con il mutare delle circostanze, le autorità hanno deciso di rendere noto un obiettivo per l'espansione della base monetaria nel 1980.

Il credito bancario e l'evoluzione della situazione monetaria. Lo scorso anno, in un contesto di inflazione e di alta congiuntura, il credito bancario si è dilatato nei maggiori paesi industriali ad un ritmo assai sostenuto, in molti casi più rapidamente dell'offerta di moneta in senso lato. L'elemento più esuberante è stato il credito al settore privato. La crescita del credito bancario al settore statale o pubblico ha subito infatti un rallentamento nella maggior parte dei paesi, anche se in pochi altri si è osservato un forte aumento. Vi sono stati inasprimenti nelle restrizioni quantitative poste alla concessione di crediti; negli Stati Uniti sono state introdotte per la prima volta delle linee direttrici per lo sviluppo del credito. L'aumento del credito bancario è stato finanziato in misura notevole con mezzi non monetari: vi è stata una forte espansione nelle risorse a lungo termine delle aziende di credito e nelle loro passività "amministrate", come i certificati di deposito. Nella maggior parte dei paesi europei e in Giappone la contrazione delle attività nette sull'estero del sistema bancario, in molti casi coincidente con un pronunciato capovolgimento delle posizioni esterne, ha contribuito a limitare l'impatto del credito sull'espansione monetaria.

Sotto la forte pressione della domanda, nel 1979 i crediti e gli investimenti delle banche statunitensi si sono dilatati complessivamente dell'11% (quarto trimestre su quarto trimestre) rispetto alla fascia del 7,5-10,5% originariamente ritenuta compatibile dalla Federal Reserve con gli obiettivi monetari fissati per l'anno. Nel corso del 1979 i crediti concessi ad imprese commerciali ed industriali sono aumentati del 17,8%. Dopo una rapida crescita nel periodo gennaio-settembre, il credito bancario pareva espandersi più lentamente nell'ultimo trimestre 1979; esso ha tuttavia ripreso slancio nei primi mesi del 1980, in seguito alla crisi del mercato obbligazionario e in anticipazione delle successive restrizioni al credito.

Variazioni nella massa monetaria in senso lato e incidenza relativa
delle sue contropartite nel credito interno e nella posizione sull'estero.¹

Paesi	Massa monetaria in senso lato ²			Crediti personali e alle imprese ³			Crediti alle amministrazioni pubbliche ⁴			Attività nette sull'estero ⁵		
	1977	1978	1979	1977	1978	1979	1977	1978	1979	1977	1978	1979
	dicembre-dicembre in percentuale			incidenze relative sulla variazione della massa monetaria ⁶								
Stati Uniti	9,3	8,2	8,7	12,0	15,9	13,2	-0,1	-0,7	0,0	-3,9	-1,8	0,3
Giappone	11,1	13,1	9,1	9,0	10,1	7,7	3,6	6,1	2,3	1,7	0,3	-2,3
Germania	11,2	11,0	6,0	12,9	15,1	17,0	4,8	6,1	4,2	1,9	1,2	-3,3
Francia	13,9	12,2	14,3	13,3	10,0	14,2	0,1	0,3	1,1	0,6	0,9	0,7
Regno Unito	9,3	13,3	11,7	7,9	10,7	17,1	-6,1	5,3	3,6	9,4	1,4	-6,1
Italia	21,8	22,8	20,4	7,4	5,4	8,0	11,3	14,2	7,1	1,7	4,1	1,6
Belgio	9,9	9,8	6,0	12,0	10,5	12,1	7,0	6,8	8,4	-0,4	-3,4	-9,0
Paesi Bassi	1,7	3,7	7,3	24,4	30,4	25,7	1,8	2,3	5,7	-1,2	-4,8	-3,9
Danimarca	9,8	6,7	9,9	9,0	5,9	3,2	4,5	3,2	11,1	-2,9	-0,9	-3,1
Svezia	9,0	17,2	16,5	12,8	11,9	13,5	4,4	10,7	11,0	1,8	-2,8	-4,3
Canadà	11,5	12,5	17,9	16,8	20,2	24,4	1,2	1,2	-0,1	-0,6	-0,7	-1,7

¹Dati desunti da fonti nazionali. ²Per la Germania, M₂; per il Regno Unito, M₂ in sterline; per gli altri paesi, M₂. ³Per gli Stati Uniti e il Canada, soltanto i crediti delle banche commerciali. ⁴Per 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 credito bancario al settore pubblico e l'indebitamento di quest'ultimo all'estero; per il Canada, soltanto i crediti delle banche commerciali. ⁵Per 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). ⁶La somma delle incidenze relative delle contropartite è pari alla variazione percentuale della massa monetaria, salvo differenze dovute a poste non indicate, tra cui principalmente passività non monetarie delle banche sull'interno.

Per quanto concerne gli altri paesi, in Germania il credito bancario al settore privato è aumentato di oltre il 12%, percentuale d'incremento decisamente sostenuta se si considera il tasso di inflazione interna. Ha continuato ad accrescersi fortemente il credito edilizio ed hanno segnato una netta accelerazione i finanziamenti a breve termine concessi alle imprese, di riflesso sia ad un processo di ricostituzione delle scorte, sia probabilmente ad aspettative di una diminuzione dei tassi di interesse. In Giappone vi è stata un'accresciuta domanda di prestiti bancari da parte delle imprese; tuttavia l'effettiva espansione del credito bancario si è mantenuta moderata, grazie soprattutto alla regolamentazione (la cosiddetta "window guidance") fattasi progressivamente più restrittiva. Peraltro Francia, Italia, Paesi Bassi e Belgio hanno segnato una notevole espansione del credito bancario al settore privato, sebbene ciò non appaia sempre chiaramente nella tabella precedente, che riporta l'incidenza relativa delle varie componenti dell'espansione monetaria. In Francia vi è stata una crescita particolarmente rapida dei prestiti ipotecari. In Francia, Italia e Paesi Bassi erano in atto controlli quantitativi del credito, ma le banche hanno potuto usufruire di margini precedentemente disponibili al disotto dei massimali, nonché di esenzioni concesse per varie categorie di crediti. Nel Regno Unito i prestiti in sterline al settore privato sono aumentati del 22,7%; è inoltre proseguito in misura significativa il cosiddetto "bill leak" (per cui gli effetti commerciali garantiti dalle banche si sostituiscono ai crediti diretti di queste ultime). Le società britanniche hanno dovuto far fronte a crescenti pressioni sulla liquidità e sul *cash flow*. Inoltre, l'allentamento e quindi l'abolizione dei controlli sui cambi hanno permesso loro di rimborsare prestiti in valuta estera e di investire all'estero con maggiore facilità.

L'impiego di restrizioni quantitative del credito è sempre stato controverso. Tuttavia, molte autorità nazionali hanno continuato ad applicarle su una base regolare ovvero in circostanze particolari, pur essendo ben consapevoli del fatto che tali strumenti possono causare distorsioni nei flussi di credito e si prestano ad essere elusi. Per diversi anni Germania, Francia, Italia, Paesi Bassi e Danimarca hanno sottoposto a norme o a linee direttrici il credito delle banche — su base indifferenziata o selettiva — anche se i meccanismi approntati presentano marcate differenze quanto alla forma, alla portata ed ai metodi di imposizione. Nel Regno Unito l'obbligo di depositi speciali (il cosiddetto "corset") a fronte delle passività remunerate delle banche è anche servito a limitare direttamente la concessione del credito; tale vincolo sarà tuttavia abolito nel giugno prossimo. In altri paesi, tra cui gli Stati Uniti fino ad epoca recente, si è costantemente preferito fare affidamento sul meccanismo dei tassi di interesse per razionare il credito e per operare la stretta monetaria eventualmente necessaria.

Affinché la restrizione del credito attuata attraverso i meccanismi di mercato sia efficace, occorre permettere ai tassi di interesse di spingersi a livelli sufficientemente elevati. Negli Stati Uniti vi sono state notevoli resistenze politiche ad alti tassi di interesse, soprattutto per le loro ripercussioni sul credito ipotecario, e l'azione della Federal Reserve, che prima dell'ottobre 1979 era incentrata sui tassi a breve, tendeva ad impedire un'ascesa dei tassi di interesse rapida e sufficientemente forte. Inoltre, nel perseguire gli aggregati monetari, le autorità non hanno forse saputo tenere in adeguato conto le rapide innovazioni connesse all'evolversi di strumenti finanziari sostitutivi dei saldi operativi. Agli inizi del 1980, allorché i tassi di interesse hanno subito una brusca impennata, aveva già saldamente allignato un clima inflazionistico e la speculazione era divenuta diffusa. In presenza di altissimi tassi di inflazione, le valutazioni dei costi e dei rendimenti finanziari in termini reali erano distorte anche da disposizioni fiscali concepite per una situazione di maggiore stabilità. In queste circostanze l'annuncio di controlli sul credito è stato generalmente recepito come una conferma dell'intenzione delle autorità di perseguire una vigorosa politica restrittiva servendosi di tutti i mezzi disponibili. Le restrizioni concernenti il credito alle imprese sono state di natura non coercitiva (a parte l'obbligo di notifica), quelle sul credito al consumo hanno avuto carattere selettivo e lo schema stesso doveva avere una durata limitata. Si confidava tuttavia chiaramente nel suo contributo al ripristino di un clima di fiducia e nella possibilità di guadagnare tempo fintantoché non avessero effetto i meccanismi più ortodossi dei tassi di interesse.

Nel 1979 il credito bancario al settore pubblico è stato un importante fattore di creazione di moneta in Belgio, Italia, Paesi Bassi, Danimarca e Svezia, mentre in altri paesi tale componente ha suscitato in genere meno problemi che in passato. La persistenza di disavanzi relativamente ampi dello Stato o del settore pubblico può tuttavia avere agito nel senso di spingere verso l'alto i tassi di interesse, e in alcuni paesi può contribuire a spiegare come si sia reso necessario un razionamento del credito al settore privato con l'imposizione di restrizioni quantitative. In determinati paesi, inoltre, l'acquisto di titoli di Stato da parte di operatori privati non bancari continua ad essere un elemento assai instabile nel processo di creazione di moneta e costituisce uno dei principali problemi incontrati nell'azione volta a stabilizzare il tasso di espansione monetaria.

Nel valutare la relazione tra il credito e l'offerta di moneta, occorre considerare che negli Stati Uniti vi è stato nel 1979 un aumento — non compreso in M_2 — di quasi \$50 miliardi nelle cosiddette passività amministrative delle banche, che comprendono i

fondi raccolti attraverso certificati di deposito, i prestiti sul mercato dell'eurodollaro, le cessioni di titoli con patto di riacquisto e le operazioni sul mercato dei Federal funds. Questa cifra rappresenta quasi la metà dell'espansione del credito bancario. Nel 1979 la concessione di credito ha avuto come contropartita insolitamente ampia l'aumento delle passività bancarie non monetarie a lungo termine in Germania e Giappone, dove hanno svolto un ruolo fondamentale i differenziali dei tassi di interesse, e nei Paesi Bassi, dove i prestiti bancari finanziati con risorse a lungo termine sono esenti dai massimali al credito.

Gli sviluppi all'estero contribuiscono altresì a spiegare come la rapida espansione del credito interno, se si prescinde dagli Stati Uniti, non si sia pienamente rispecchiata nel tasso di crescita dell'offerta di moneta. Per effetto in particolare della oscillante forza del dollaro, le attività ufficiali nette sull'estero sono in complesso diminuite in molti paesi, pur con le notevoli eccezioni di Italia, Regno Unito e Francia. Ben più importante, in questo contesto, è stato tuttavia il deterioramento della posizione esterna netta delle banche. In Germania ha avuto un peso rilevante l'aumento delle passività esterne a medio termine delle banche, in parte come conseguenza del maggiore impiego del marco come moneta di riserva. Quanto al Regno Unito, vi è stato un notevole incremento nelle riserve valutarie in sterline, nonché nelle passività in moneta nazionale delle banche e del mercato monetario verso detentori esteri non ufficiali. In Belgio ha assunto una certa importanza il riafflusso, attraverso il sistema bancario, di fondi collocati all'estero da residenti nell'intento di eludere le restrizioni interne sui tassi di interesse e le ritenute fiscali. Nei primi mesi del 1979 le banche italiane hanno dovuto finanziare una forte espansione dei prestiti in valuta concessi a residenti al di fuori dei massimali al credito. Nei Paesi Bassi sono state allentate le restrizioni poste all'indebitamento esterno netto delle aziende di credito. Un aspetto comune a quasi tutti i paesi citati è stato tuttavia il cospicuo disavanzo esterno, escluse le poste connesse alle operazioni bancarie, congiunto a politiche dei tassi di interesse tese a limitare i suoi effetti sul tasso di cambio e sulle riserve ufficiali sull'estero.

I flussi creditizi e le posizioni finanziarie dell'Economia. Le variazioni nei flussi creditizi complessivi e nei saldi finanziari sono intimamente collegate agli sviluppi delle posizioni finanziarie per settori e, in certa qual misura, contribuiscono a spiegarli. Il rapporto fra i flussi creditizi complessivi e il prodotto nazionale lordo si è mantenuto su valori molto elevati negli Stati Uniti ed è salito fortemente nel Regno Unito, rimanendo per contro abbastanza contenuto rispetto al passato in Giappone, Germania e Francia.

Lo scorso anno la raccolta di nuovi fondi da parte delle *imprese non finanziarie* è stato un fattore molto dinamico sui mercati creditizi di Stati Uniti, Germania e Regno Unito, mentre è aumentato solo ad un ritmo modesto in Francia e in Giappone. I crescenti rendimenti obbligazionari e le quotazioni poco attrattive delle azioni hanno scoraggiato un ricorso estensivo ai mercati dei capitali, cosicché la maggior parte del nuovo indebitamento delle imprese ha assunto la forma di crediti bancari. Le società statunitensi hanno altresì raccolto un'ingente quantità di fondi a breve presso le società finanziarie e mediante l'emissione di effetti commerciali. Anche i prestiti ipotecari contratti dalle società si sono espansi ad un ritmo abbastanza sostenuto, mentre è diminuito il volume delle emissioni obbligazionarie pubbliche e private.

Negli Stati Uniti, in presenza di un livello sostenuto degli investimenti e di un calo della redditività, il ricorso al finanziamento esterno da parte delle società ha svolto

Fondi raccolti sui mercati del credito da soggetti residenti non finanziari.¹

Paesi	Anni	Mutuatari							Totale
		Settore imprese ²				Settore famiglie ²		Settore pubblico ²	
		Azioni	Obbligazioni	Prestiti ³	Totale	Credito edilizio ⁴	Altri crediti		
in percentuale del prodotto nazionale lordo									
Stati Uniti	1972	0,9	1,1	4,7	6,7	3,5	2,0	2,5	14,7
	1973	0,6	0,8	5,9	7,3	3,6	2,5	1,7	15,1
	1974	0,3	1,5	5,1	6,9	2,5	1,1	1,9	12,4
	1975	0,6	1,9	0,6	3,1	2,5	0,8	6,5	12,9
	1976	0,6	1,5	2,4	4,5	3,6	1,7	5,0	14,8
	1977	0,1	1,3	4,2	5,6	4,9	2,5	4,1	17,1
	1978	0,1	1,1	4,8	6,0	4,9	2,8	3,6	17,3
	1979	0,1	1,1	5,4	6,6	4,6	2,2	2,3	15,7
Giappone	1972	1,3	0,4	17,5	19,2	5,8		5,8	30,8
	1973	1,1	0,7	13,4	15,2	7,7		5,7	28,6
	1974	0,6	0,5	9,6	10,7	4,6		5,9	21,2
	1975	0,8	0,9	9,9	11,6	4,7		7,6	23,9
	1976	0,5	0,4	8,9	9,8	5,1		9,2	24,1
	1977	0,6	0,3	6,4	7,3	4,4		8,4	20,1
	1978	0,5	0,4	4,9	5,8	4,8		9,9	20,5
	1979	0,6	0,4	4,7	5,7	5,1		9,3	20,1
Germania	1972	0,3	0,4	6,1	6,8	4,0	1,2	1,8	13,8
	1973	0,3	0,1	3,1	3,5	4,4	0,5	1,8	10,2
	1974	0,2	0,2	3,2	3,6	2,4	0,1	2,3	8,4
	1975	0,4	-0,1	1,4	1,7	2,2	0,7	5,9	10,5
	1976	0,4	0,1	3,1	3,6	2,4	1,2	3,8	11,0
	1977	0,2	0,1	2,7	3,0	3,0	1,2	3,1	10,3
	1978	0,3	-0,1	2,9	3,1	3,8	1,4	3,4	11,7
	1979	0,3	-0,2	4,1	4,2	4,3	1,4	3,0	12,9
Francia	1972	0,7	0,7	5,7	7,1	5,6		1,5	14,2
	1973	0,8	0,5	4,9	6,2	4,4		1,2	11,8
	1974	0,8	0,3	6,9	8,0	3,3		1,2	12,5
	1975	0,6	1,0	6,3	7,9	4,1		4,2	16,2
	1976	0,9	0,7	5,8	7,4	4,8		2,3	14,5
	1977	0,6	0,7	5,9	7,2	3,8		3,1	14,1
	1978	0,7	0,5	4,5	5,7	3,7		3,7	13,1
	1979	0,6	0,5	3,8	4,9	4,3		1,6	10,8
Regno Unito	1972	0,5	0,5	4,8	5,8	4,4	3,4	3,3	16,9
	1973	0,1	0,1	7,0	7,2	3,8	1,8	5,7	18,5
	1974	0,1	-0,1	5,5	5,5	2,7	0,0	7,6	15,8
	1975	1,0	0,2	0,9	2,1	3,5	-0,4	10,0	15,2
	1976	0,7	0,0	2,3	3,0	3,1	0,6	7,3	14,0
	1977	0,5	-0,1	2,2	2,6	3,0	1,1	4,2	10,9
	1978	0,6	-0,1	2,0	2,5	3,2	1,3	5,1	12,1
	1979	0,5	0,0	2,9	3,4	3,3	1,8	6,7	15,2

¹ Stime BRL, 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-casa 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 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). ² 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. ³ Include titoli del mercato monetario. ⁴ Per la Germania, il credito complessivo all'edilizia abitativa.

un ruolo determinante sui mercati creditizi, pur rimanendo inferiore al precedente massimo in rapporto al prodotto nazionale lordo. Nel settore delle imprese non finanziarie lo scorso anno il rapporto fra i fondi di provenienza interna e la spesa per investimenti, sebbene sceso al 71%, si è mantenuto ben al disopra del 56% registrato nel 1974. La posizione di liquidità delle imprese ha subito un netto peggioramento: i

rapporti fra attività liquide e passività correnti, e fra debiti a breve e passività complessive, sono oggi ancora meno favorevoli di quelli rilevati nel 1974, benché in parte questa evoluzione possa riflettere il tentativo di ridurre al minimo i saldi liquidi inattivi.

In Germania il settore delle imprese ha presentato nel 1979 un modesto saldo finanziario negativo, dopo l'eccedenza dell'anno precedente; in Giappone il disavanzo del settore si è ulteriormente ampliato. Tuttavia, in virtù delle politiche di contenimento dei salari e della crescita dell'attività economica, la quota dei profitti sul reddito nazionale è considerevolmente aumentata nei paesi suddetti e in Francia, dove si è fatta altresì sentire la precedente abolizione dei controlli sui prezzi. Nonostante un certo peggioramento in corso d'anno, in tali paesi la posizione di liquidità delle imprese è ancora alquanto solida. Diversa è la situazione nel Regno Unito, dove le società — con l'eccezione del settore petrolifero del Mare del Nord — hanno recentemente subito un nuovo calo di redditività attribuibile alla debolezza della domanda globale, a pressioni salariali e ad una perdita di competitività all'estero in seguito all'apprezzamento della sterlina. Nel 1979 il quoziente di autofinanziamento nelle società industriali e commerciali è stato pari al 70% rispetto al 73% rilevato nell'anno precedente; il rapporto fra attività e passività correnti nelle imprese di grosse dimensioni è sceso dal 140% verso la metà del 1978 al 71% del dicembre 1979. Quest'ultimo valore resta superiore al 44% registrato alla fine del 1974, ma non è da escludere un ulteriore peggioramento.

Il *credito edilizio* si è accresciuto fortemente in molti paesi, in connessione ad una vigorosa attività costruttiva, che in varia misura ha rispecchiato i tentativi delle Famiglie di proteggersi dall'inflazione. Un fattore addizionale è stato naturalmente il connesso forte rincaro delle abitazioni. In parecchi paesi la sostenutezza dell'indebitamento delle Famiglie per la costruzione di abitazioni è stata celata da riduzioni nell'attività costruttiva a fini locativi dei settori privato e pubblico. Nella maggior parte dei casi l'espansione del credito all'edilizia residenziale ha subito un certo rallentamento nel corso dell'anno, in risposta ai crescenti tassi di interesse. Negli Stati Uniti, tuttavia, la disponibilità di credito ipotecario è stata assai meglio protetta che in precedenti periodi di restrizione, autorizzando gli istituti di risparmio a raccogliere fondi a tassi di interesse in linea con quelli di mercato; tuttavia le pressioni sulla redditività di quegli istituti di risparmio ed i massimali imposti da taluni Stati ai tassi attivi (benché i massimali medesimi siano stati temporaneamente invalidati da una legge federale emanata verso la fine del 1979) hanno posto alcuni limiti all'offerta di credito. Come avvenuto in precedenti fasi di stretta creditizia, gli enti federali hanno fornito mezzi di finanziamento addizionali raccolti con l'emissione di obbligazioni. Nel Regno Unito la disponibilità di crediti ipotecari è stata talvolta limitata dai consueti ritardi nell'adattare i tassi sui depositi presso le *building societies* (istituti per il risparmio-casa) agli aumenti dei rendimenti sul mercato finanziario.

Nel 1979 il *credito al consumo* è cresciuto sensibilmente negli Stati Uniti, in Germania, in Francia e nel Regno Unito. Nel caso degli Stati Uniti l'espansione non ha tuttavia eguagliato il massimo storico dello scorso anno, a causa di una flessione nel ritmo di vendita delle autovetture. Per ragioni analoghe è rallentata nel corso dell'anno l'espansione del credito al consumo in Germania. Per il Regno Unito, l'elevata cifra che compare nella tabella relativamente al finanziamento al settore famiglie riflette in parte il forte ricorso al credito delle imprese individuali e delle società di persone.

Il pronunciato calo della quota di risparmio delle Famiglie negli Stati Uniti, che contrasta vivamente con l'evoluzione rilevata in altri paesi, era soprattutto attribuibile fino allo scorso anno alla rapida crescita nell'indebitamento del settore medesimo. La maggior parte di tale crescita è avvenuta sotto forma di prestiti ipotecari, accresciutisi assai più velocemente di quanto fosse giustificato dal fabbisogno di fondi per finanziare la costruzione di nuove abitazioni. Lo scorso anno si è inoltre prodotta, per la prima volta dal 1974, una flessione nell'accumulazione di attività finanziarie da parte delle Famiglie americane, in rapporto sia al reddito sia alla ricchezza netta del settore. Anche in Francia vi è stato nel 1979 un marcato rallentamento della crescita del risparmio finanziario delle Famiglie. Negli altri paesi, per contro, questo settore ha continuato ad accumulare attività finanziarie ad un ritmo sostenuto. Un fattore stimolante può essere consistito nella preconstituzione di fondi necessari al pagamento di abitazioni; tuttavia, in Germania, in Giappone e nel Regno Unito vi è stata da parte delle Famiglie una notevole acquisizione di attività a medio e lungo termine in forma di depositi e di obbligazioni.

Talune difformità, reali o apparenti, nella propensione al risparmio delle Famiglie nei diversi paesi considerati potrebbero essere attribuite a differenze nelle posizioni finanziarie attive e passive del settore. Negli Stati Uniti, in conseguenza dei crescenti prezzi delle abitazioni, negli ultimi anni la ricchezza netta delle Famiglie è cresciuta più rapidamente dei redditi correnti; in rapporto al patrimonio netto l'indebitamento del settore è aumentato solo in misura modesta. Nella maggior parte degli altri paesi industriali la ricchezza delle Famiglie tende a concentrarsi maggiormente nelle attività finanziarie, poiché l'opzione costituita dall'acquisto di abitazioni è meno prontamente disponibile. In tali circostanze l'inflazione ha stimolato le Famiglie a recuperare l'erosione dei patrimoni netti, e l'aumento dei tassi di interesse nominali ha fornito la possibilità di agire in tal senso.

Il finanziamento della pubblica amministrazione. Nel 1979 il fabbisogno finanziario delle pubbliche amministrazioni e dello Stato si è ulteriormente contratto negli Stati Uniti ed è rimasto su valori abbastanza modesti in Francia. Nella maggior parte degli altri paesi esso ha mostrato, nel corso degli ultimi due anni, una rinnovata oppure una protratta tendenza ad accrescersi; e il rapporto fra il fabbisogno ed il prodotto nazionale lordo si situa a livelli molto elevati rispetto ai parametri anteriori al 1975.

La maggior parte dei paesi è stata in grado di finanziare una quota considerevole del disavanzo con risorse interne non bancarie. Le difficoltà incontrate nei periodi dominati da aspettative di aumento dei tassi di interesse sono state nel complesso superate allorché i tassi sono effettivamente saliti. I fondi provenienti dal settore privato non bancario hanno più che coperto il fabbisogno finanziario dell'amministrazione centrale nel Regno Unito ed anche negli Stati Uniti, dove in netto contrasto con il 1978 i non residenti, ed in particolare le banche centrali estere, hanno nel complesso ridotto le loro disponibilità in titoli di Stato. Ma, mentre nel Regno Unito le vendite di titoli del debito pubblico sono state particolarmente sostenute, negli Stati Uniti i buoni del Tesoro hanno avuto una parte notevole nell'aumento delle emissioni di titoli ammessi alle contrattazioni di borsa. Anche in altri paesi è stato palese un accorciamento delle scadenze. In Giappone sono state emesse in notevole quantità le nuove obbligazioni di Stato con scadenza biennale e triennale. In Italia la maggior parte dei titoli collocati presso il settore non bancario è stata rappresentata dai buoni del Tesoro e dai certificati di credito del Tesoro con tasso di interesse variabile. La domanda di BOT ha talvolta

Finanziamento della pubblica amministrazione.¹

Voci	Anni	Belgio	Francia	Germania	Italia	Giappone	Paesi Bassi	Regno Unito	Stati Uniti
		in percentuale del prodotto nazionale lordo							
Fabbisogno del settore pubblico ²	1975	5,9	3,6	6,6	14,6	7,0	4,8	10,1	6,7
	1977	6,7	1,3	3,0	10,2	9,2	3,6	4,2	3,3
	1978	7,2	2,3	3,2	14,9	10,7	4,0	5,2	2,7
	1979	8,9	1,6	3,5	11,6	10,2	4,9	6,8	1,8
Fabbisogno dell'Amministrazione centrale ³	1975	5,6	3,0	6,2	11,3	2,7	3,0	8,0	5,9
	1977	6,6	1,1	2,7	9,0	4,6	3,1	3,1	3,5
	1978	6,4	1,5	3,3	14,4	5,7	3,3	5,2	2,8
	1979	7,4	1,4	3,2	11,2	5,2	4,3	5,6	1,8
<i>copertura:</i> Banca centrale	1975	0,1	1,4	0,6	6,6	.	0,0		0,6
	1977	0,6	-0,9	-0,0	-2,5	.	0,1		0,4
	1978	0,4	-0,7	-0,1	2,3	.	0,2		0,4
	1979	1,1	0,1	0,0	0,2	.	0,8	2,3	0,4
Aziende di credito.	1975	0,6	0,8	4,3	1,5	2,1	0,9	1,3	1,7
	1977	3,9	0,5	2,1	7,0	3,0	0,5	-0,3	-0,1
	1978	2,5	0,4	2,8	5,4	4,0	0,5		-0,5
	1979	3,3	-0,0	2,3	3,8	3,6	1,0	0,1	0,0
Altre fonti interne	1975	4,9		1,0	3,2		2,1	5,5	3,1
	1977	2,3		0,6	4,5		2,5	6,8	1,5
	1978	2,5		0,5	6,6		2,6	4,6	1,4
	1979	2,2	0,8	0,5	7,0	0,6	2,5	5,6	1,9
Estero ⁴	1975	0,0	1,5	0,3	0,0	1,6	—	0,2	0,5
	1977	-0,2	1,8	0,0	0,0	1,7	—	-5,0	1,6
	1978	1,0	1,3	0,1	0,1	1,6	—	0,9	1,5
	1979	0,7		0,2	0,2	1,6	—	-0,1	-0,5

¹Variazione netta nella posizione debitoria e nei saldi di cassa, compreso l'indebitamento destinato alla concessione dei prestiti. Dati parzialmente basati su stime BR. ²Amministrazione centrale e locale ed enti previdenziali, sulla base della gestione di cassa. Per l'Italia, settore pubblico allargato, comprendente 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'1,4% del PNL nel 1979); per il Regno Unito, comprende il fabbisogno delle imprese pubbliche. ³Per la Germania, tutte le amministrazioni pubbliche ad esclusione degli enti previdenziali; per l'Italia, l'amministrazione pubblica; per il Regno Unito, comprende i crediti accordati dallo Stato alle imprese pubbliche (pari a circa l'1,7% del PNL nel 1979). ⁴Per il Regno Unito e gli Stati Uniti, comprende gli aumenti (-) delle attività ufficiali in valuta estera.

raggiunto proporzioni eccezionali e, nell'insieme del 1979, il Tesoro ha potuto ridurre il proprio ricorso alla Banca d'Italia, neutralizzando così in parte l'effetto esercitato sulla base monetaria dall'eccedenza dei conti con l'estero.

In Germania l'amministrazione pubblica ha nuovamente fatto ampio ricorso al credito bancario, che le aziende di credito hanno tuttavia rifinanziato in notevole parte con risorse a lungo termine. Il finanziamento del settore pubblico con mezzi monetari ha invece assunto un'ampia dimensione nei Paesi Bassi e in Belgio; in quest'ultimo paese lo Stato ha fatto largamente ricorso in via indiretta alla banca centrale ed ha altresì raccolto un cospicuo volume di fondi all'estero.

L'evoluzione delle tecniche di politica monetaria.

Negli ultimi anni si sono accresciuti in molti paesi i problemi concernenti l'efficacia della politica monetaria.

Da un lato, si è richiesto in misura crescente alla politica monetaria di assumersi l'onere maggiore nel controllo dell'evoluzione economica, lasciando alle politiche fiscali e dei redditi il compito di fornire soltanto un sostegno limitato o relegando le stesse ad un ruolo gregario. Dall'altro, considerati gli strumenti e le tecniche operative a propria disposizione, le autorità monetarie si sono spesso sentite insufficientemente equipaggiate in vista dei compiti loro assegnati. Un problema abbastanza generale, considerato il recente propagarsi di aspettative inflazionistiche, è che gli elevati tassi di interesse nominali hanno apparentemente mancato di efficacia, ponendo così il problema se la manovra di questo strumento sia stata insufficiente e tardiva, oppure se la questione risieda altrove. Al tempo stesso, in presenza di una perdurante lievitazione della domanda di credito, le politiche volte semplicemente a controllare l'espansione di particolari aggregati monetari hanno potuto essere eluse da innovazioni finanziarie e dall'evolversi di forme alternative di raccolta. I controlli quantitativi del credito e l'obbligo di riserve infruttifere forniscono un notevole incentivo alla disintermediazione finanziaria. Nondimeno, in circostanze estreme alcuni paesi, restii a spingere ulteriormente verso l'alto i tassi di interesse, hanno fatto affidamento sull'impiego di controlli diretti per ottenere gli effetti desiderati o per ristabilire la fiducia nella determinazione ad agire delle autorità.

Lo scorso anno negli Stati Uniti è stato posto un particolare impegno nel migliorare le tecniche di controllo. In due mosse successive il Federal Reserve Board ha anzitutto spostato l'obiettivo operativo della manovra monetaria dai tassi di interesse a breve all'offerta di liquidità bancaria, e in seguito ha rafforzato le normali tecniche con un esteso programma di controllo del credito. Poco dopo il Congresso ha approvato modifiche radicali del quadro istituzionale. Importanti, benché meno fondamentali, sono state le innovazioni negli strumenti della manovra monetaria attuate lo scorso anno in Germania, Francia, Italia, Giappone e Canada. Nel Regno Unito sono state dibattute varie modifiche di ampia portata nelle tecniche di manovra monetaria, ed il governo ha per la prima volta pubblicato degli obiettivi a medio termine di stabilizzazione monetaria.

Negli *Stati Uniti* un evento potenzialmente carico di conseguenze è stato l'annuncio dato dal Federal Reserve Board, nell'ottobre 1979, dell'intenzione di porre maggiore attenzione, nella futura condotta degli interventi quotidiani di mercato aperto, alle variazioni della liquidità bancaria anziché all'attenuazione delle oscillazioni nei tassi di interesse. La procedura che prevede l'impiego di diversi rapporti di moltiplicatore nel calcolare il volume di riserve di liquidità consono ad un dato obiettivo di espansione monetaria ha probabilmente contribuito a superare la tradizionale tendenza della politica monetaria a contrastare le oscillazioni congiunturali dei tassi di interesse e ad assecondare le variazioni nella domanda di moneta. Secondo le nuove procedure il Federal Reserve Board ha fissato margini più ampi di tolleranza, su base media settimanale, per le oscillazioni del tasso sui Federal funds, e di conseguenza quest'ultimo ha iniziato a segnare marcatissime fluttuazioni giornaliere. Un aspetto di rilevanza immediata ancora maggiore è che i crescenti tassi di interesse venivano resi più accettabili, in quanto potevano essere considerati maggiormente sensibili alle variazioni del mercato. Tuttavia le autorità sono divenute ben presto consapevoli del fatto che, invece di stabilizzare l'offerta di liquidità bancaria, si sarebbero potute trovare nella condizione di alimentare una probabile maggiore domanda di essa. Ciò in parte rispecchiava la complessità della nuova tecnica, che doveva tener conto degli spostamenti nelle passività bancarie soggette a differenti obblighi di riserva. Il forte

aumento degli aggregati nel febbraio 1980 ha sollevato dubbi nel mercato circa l'effettivo miglioramento del controllo monetario. Forse in parte per tale motivo, ma anche in base a considerazioni di carattere più generale, a marzo è parsa opportuna una nuova iniziativa.

In quest'occasione, nel fissare linee direttrici per l'espansione del credito, le autorità hanno agito inequivocabilmente al fine di ridurre l'espansione creditizia. I limiti posti agli impieghi bancari sono visti come complemento alla manovra della liquidità e dei tassi di interesse nel regolare l'offerta di moneta. Tuttavia, i massimali dovevano per l'avvenire essere applicati alle singole banche, e sarebbero stati adattati in modo da renderli compatibili con gli obiettivi fissati per l'aumento della liquidità bancaria e dell'offerta di moneta. Dato che l'espansione del credito bancario era divenuta fortemente dipendente dall'andamento delle passività "amministrate" (parte delle quali sono tuttora escluse dall'offerta di moneta così come ridefinita in febbraio) e poiché erano proliferati nuovi strumenti finanziari, le autorità hanno ritenuto necessario estendere la portata della propria politica al di là degli aggregati monetari in quanto tali. Fino al marzo 1980, anche dopo che la liquidità bancaria era divenuta la variabile strumentale, le autorità americane facevano ancora affidamento principalmente sui tassi di interesse per frenare la crescita della massa monetaria e del credito dal lato della domanda. Tuttavia, dato il clima fortemente inflazionistico, l'introduzione di controlli creditizi potrebbe essere stata considerata come una manovra alternativa rispetto ad ulteriori aumenti nei tassi di interesse; questi infatti potrebbero non incidere sulla domanda ed anzi produrre effetti collaterali indesiderati sul piano interno e all'estero. È significativo che i provvedimenti di marzo comprendano una maggiorazione di 3 punti percentuali da applicare in determinati casi al saggio di sconto, ma che il saggio di base non sia stato modificato.

Poco tempo dopo, il Congresso si è mosso prontamente per risolvere alcune questioni normative da lungo tempo in sospenso. Ha autorizzato la modifica di talune disposizioni che avevano distorto la concorrenza e che negli ultimi anni erano state oggetto di diversi tentativi di aggiramento mediante strumenti fortemente innovativi. In base alla legge "Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act", promulgata dal Presidente verso la fine di marzo, la Federal Reserve potrà, dopo un periodo transitorio, imporre riserve obbligatorie infruttifere a tutte le banche e le istituzioni creditizie del paese (anziché alle sole banche appartenenti al Federal Reserve System, come avvenuto finora) con l'obbligo di applicarle secondo determinati coefficienti minimi a tutti i conti usabili a scopi transattivi. Ad essa è data altresì facoltà di imporre riserve obbligatorie addizionali, che però dovranno essere remunerate. La legge autorizza parimenti i conti ATS e NOW (cfr. pagina 71) in tutti gli Stati e prevede lo smantellamento graduale, in un periodo di sei anni, dei massimali applicati ai tassi di interesse sui depositi in base alla "Regulation Q". Altre disposizioni hanno reso nulli i massimali fissati dagli ordinamenti dei singoli Stati sui tassi di interesse dei mutui ipotecari e dei crediti agrari, ed hanno autorizzato le associazioni di risparmio e di credito ad estendere la propria attività a settori, come il credito al consumo, tradizionalmente dominati dalle banche ordinarie. L'aumento da \$40.000 a \$100.000 nell'ammontare dei depositi individuali assicurati presso la Federal Deposit Insurance Corporation (ente assicurativo federale per i depositi bancari) costituisce un'ulteriore innovazione che può in definitiva rendere più competitivi i depositi presso le istituzioni finanziarie rispetto agli strumenti del mercato.

Nel complesso, le modifiche contribuiranno ad equilibrare la concorrenza fra le diverse istituzioni finanziarie per analoghe forme di deposito, e dovrebbero in parte arrestare l'erosione della base istituzionale su cui opera il controllo monetario. Tuttavia l'obbligo di riserve obbligatorie infruttifere a fronte di determinate forme di raccolta costituirà per le banche uno stimolo continuo ad elaborare nuovi espedienti tecnici per evitare i costi ad esse connessi. Oltre ad operare una distorsione sulla struttura dell'intermediazione, è probabile che tali disposizioni continueranno ad influenzare l'evoluzione degli aggregati monetari rilevati, rendendo periodicamente necessarie ulteriori modifiche nella loro definizione.

In *Germania* lo scorso anno si è cercato di migliorare il controllo della moneta attraverso una manovra più attiva della liquidità bancaria. Dopo che si erano esaurite le riserve liquide disponibili delle banche ed era stato ristretto l'accesso alle anticipazioni su titoli, la Bundesbank è intervenuta quasi costantemente sul mercato monetario in direzioni alterne. I mezzi necessari alle banche per ottemperare agli obblighi di riserva sono stati deliberatamente forniti con una certa ristrettezza e in forme revocabili con breve preavviso, mediante l'assunzione temporanea di titoli nazionali, effetti commerciali e attività sull'estero, con operazioni di riporto sul mercato dei cambi e con il collocamento temporaneo di fondi pubblici sul mercato interbancario. Le insicurezze circa i termini del rifinanziamento presso la banca centrale hanno sensibilmente mutato le condizioni in cui aveva operato il sistema bancario, sollecitando le aziende di credito alla raccolta di depositi vincolati. Ciò ha causato a sua volta spinte al rialzo sui tassi di interesse delle attività non monetarie, contribuendo a contenere l'espansione monetaria in un periodo in cui l'inflazione pareva limitare l'affidabilità dei più elaborati meccanismi basati sui tassi di interesse. Nuove tecniche flessibili di mercato monetario sono state altresì introdotte in *Italia* e nel *Regno Unito*, paesi in cui si è fatto per la prima volta ricorso all'assunzione temporanea di titoli per allentare la pressione sulla liquidità bancaria nei periodi in cui le vendite di titoli di Stato hanno raggiunto livelli eccezionalmente elevati.

In *Canada*, dal marzo 1980 si è permesso al saggio ufficiale di sconto di allinearsi con flessibilità ai tassi del mercato. Secondo i nuovi criteri adottati, esso dovrebbe essere fissato settimanalmente ad un livello superiore di un quarto di punto percentuale al tasso medio di aggiudicazione dei buoni del Tesoro a tre mesi. Le autorità hanno dovuto far fronte non solo all'impatto di condizioni di estrema instabilità sui mercati statunitensi, ma anche all'esigenza di contrastare le pressioni intermittenti al ribasso che hanno gravato sul dollaro canadese pur rimanendo forte la competitività internazionale del paese. La Banca del Canada è ovviamente in grado di esercitare un notevole influsso sul mercato dei buoni del Tesoro. Sempre nel mese di marzo, in *Francia* la banca centrale ha annunciato che soltanto l'anticipazione con scadenza a sette giorni sarebbe stata a disposizione delle banche ad un tasso fisso, mentre le forme di rifinanziamento a tre e a sei mesi sarebbero state usufruibili a tassi collegati con quelli del mercato.

In *Italia* negli ultimi anni la disponibilità di buoni del Tesoro ha permesso alle autorità di manovrare con maggiore flessibilità la liquidità bancaria. Poiché i titoli sono venduti al pubblico in piccoli tagli, le banche sono state anche costrette a mantenere i tassi sui depositi più aderenti a quelli del mercato monetario. Inoltre, le accettazioni bancarie si sono trasformate in uno strumento che permette la negoziazione interbancaria delle quote inutilizzate di credito al disotto dei massimali ufficiali. Anche in *Giappone* viene perseguito l'obiettivo di una maggiore flessibilità dei tassi di interesse

sui depositi. In tale contesto assumono particolare importanza l'istituzione, nel novembre 1978, di un mercato degli effetti commerciali a un mese e l'autorizzazione concessa alle banche nel marzo 1979 di emettere certificati di deposito in yen con tassi di interesse non sottoposti a controllo. Nell'aprile 1979 la Banca del Giappone e gli intermediari sul mercato monetario hanno concordato di rendere più libera la determinazione dei tassi sul denaro a vista e di creare un mercato dei titoli a sette giorni. Dall'ottobre, cioè da quando non è più soggetto a controllo il tasso di sconto della carta commerciale a due mesi, la determinazione di tutti i tassi del denaro a vista e degli effetti è lasciata alle forze di mercato.

Nel *Regno Unito* il ruolo-chiave assegnato al controllo degli aggregati monetari nella strategia complessiva del governo per ridurre l'inflazione ha stimolato un dibattito particolarmente vivace sull'adeguatezza degli attuali strumenti di manovra e dell'assetto istituzionale dei mercati finanziari. Le principali conclusioni sono state fissate dalle stesse autorità in un "Libro Verde" sulla gestione della moneta, pubblicato in marzo. Mentre la politica fiscale, l'offerta di titoli del debito pubblico ed i tassi di interesse a breve possono essere adatti al controllo dell'espansione monetaria a medio termine, le oscillazioni di breve periodo potrebbero avere effetti indesiderati sul clima di fiducia. In considerazione degli svantaggi insiti nei controlli quantitativi volti a influenzare il credito bancario e delle incertezze istituzionali collegate all'introduzione di un sistema di controllo della base monetaria in assenza di coefficienti obbligatori di riserva, il Libro propone un sistema ad indicatori in base al quale le fluttuazioni dell'offerta di moneta potrebbero far scattare un aggiustamento automatico del tasso attivo "operativo" della Banca d'Inghilterra.

Nessuna delle riforme attuate o previste nelle maggiori economie giunge fino all'istituzione di un sistema di controllo completo della base monetaria. Le autorità permangono dell'avviso che i vantaggi derivanti da un più severo controllo sul processo di creazione della moneta siano in pratica di modesta entità e comunque sproporzionati ai costi dei profondi cambiamenti che si renderebbero necessari nelle forme di finanziamento di ultima istanza e nell'assetto dei mercati monetari. Un'obiezione forse di maggiore rilievo è che l'estrema variabilità dei tassi di interesse che ne deriverebbe potrebbe causare una grave instabilità nei tassi di cambio e compromettere così gli sforzi tesi ad una loro stabilizzazione. Le innovazioni in atto sembrano tuttavia costituire un passo significativo nel senso di permettere una maggiore flessibilità dei tassi di interesse e di renderne le variazioni più accettabili da parte dei mercati. Se così è in realtà, tali innovazioni avranno contribuito a far superare una delle maggiori limitazioni poste in passato all'efficacia delle politiche di controllo monetario.

V. LE BILANCE DEI PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Da un punto di vista complessivo, due aspetti emergono dall'evoluzione delle bilance dei pagamenti nel 1979. Innanzitutto, l'eccedenza di parte corrente dei paesi esportatori di petrolio, scomparsa nel 1978, è salita a \$63 miliardi a causa degli aumenti molto rilevanti nel prezzo del petrolio. In secondo luogo, vi sono stati sensibili spostamenti nei conti con l'estero dei maggiori paesi industriali, che hanno eliminato o invertito precedenti squilibri. Negli Stati Uniti si è avuta un'eccedenza di \$14 miliardi nella bilancia globale, che fa seguito ad un disavanzo complessivo di \$67 miliardi nei due anni precedenti, e il passivo di parte corrente è stato in pratica annullato, nonostante l'aumento nel costo delle importazioni di petrolio. Nei tradizionali paesi a valuta forte — Giappone, Germania e Svizzera — il saldo complessivo di parte corrente è passato da un'eccedenza di quasi \$30 miliardi nel 1978 a un disavanzo di \$12 miliardi nel 1979. Benché in parte questi aggiustamenti siano dovuti a maggiori esborsi per l'acquisto di petrolio, un ruolo notevole è stato svolto dalle variazioni avvenute in altre partite correnti, che sono state forse maggiori di quanto si prevedeva o si desiderava. I movimenti dei capitali in questi tre paesi, e in particolare in Giappone, sono stati nel complesso negativi, e in totale si è reso necessario un finanziamento ufficiale di \$20 miliardi.

In generale nel 1979 non si sono incontrate difficoltà nel finanziare i disavanzi di parte corrente dei paesi importatori di petrolio in contropartita dell'eccedenza dei paesi esportatori, in quanto per la maggior parte dell'anno sui mercati internazionali il ricorso al credito è avvenuto in condizioni agevoli. Infatti, i paesi sviluppati (esclusi quelli del Gruppo dei Dieci e la Svizzera) e i paesi emergenti non esportatori di petrolio sono riusciti nel complesso ad accrescere ulteriormente le proprie riserve ufficiali, nonostante l'aumento nei disavanzi di parte corrente.

Nell'analisi di questi andamenti, la prima sezione del capitolo tratta delle conseguenze sulle bilance dei pagamenti derivanti dai recenti aumenti nei prezzi del petrolio ed esamina gli aggiustamenti delle partite correnti avvenuti in relazione alla crisi petrolifera del 1973-74. La seconda sezione delinea i principali sviluppi dello scorso anno nelle bilance dei pagamenti dei paesi industriali. L'ultima sezione considera il finanziamento degli squilibri complessivi nei pagamenti con l'estero e ne analizza la struttura sia per il 1979 sia per il periodo 1974-78.

Il petrolio e la bilancia dei pagamenti internazionali.

Il rincaro del petrolio nel 1979 e la sua incidenza sull'insieme delle bilance dei pagamenti. Nel 1979 il forte aumento nei prezzi del petrolio ha costituito il fattore che ha maggiormente influito sulla struttura complessiva delle bilance dei pagamenti. Nel dicembre del 1978 l'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) decideva di aumentare — per la prima volta dopo diciotto mesi — in misura del 5% e con decorrenza dal 1° gennaio 1979, il prezzo ufficiale del greggio-tipo arabico. Nel contempo veniva annunciato un programma che prevedeva ulteriori incrementi all'inizio di ciascuno dei tre trimestri successivi. Tuttavia, questa tabella di marcia fu presto sconvolta dal mutamento

delle condizioni sul mercato del petrolio in seguito alla drastica contrazione della produzione iraniana agli inizi del 1979. Benché tale contrazione sia stata piú che compensata dall'aumento di produzione degli altri paesi dell'OPEC — persino nel gennaio del 1979, allorché l'estrazione di petrolio iraniano era al suo livello piú basso, la produzione totale OPEC superava del 3,3% quella di un anno prima — la preoccupazione relativa alla disponibilità e ai prezzi futuri, nonché il basso livello delle scorte ha generato una corsa al petrolio e un conseguente rapido incremento nei prezzi del mercato a pronti. Nel 1979 diversi paesi industriali sono riusciti a ridurre il proprio consumo di petrolio. Nondimeno, a fronte di questi risparmi vi è stato un aumento ancora maggiore della domanda per la costituzione di scorte, e in genere sul mercato hanno continuato a manifestarsi condizioni di tensione.

Alla metà del 1979 il prezzo ufficiale del greggio-tipo arabico era salito a \$18 il barile, con un aumento del 42% sul prezzo in vigore alla fine del 1978. Al termine del 1979 i prezzi ufficiali di vendita del petrolio si situavano tra \$26 e 35 il barile, con un rincaro medio di oltre il 100% rispetto al livello di fine 1978. L'aumento nel prezzo medio pagato dai paesi importatori di petrolio è stato di fatto persino piú alto, in quanto durante l'anno una quota crescente dell'offerta di greggio è stata indirizzata verso il mercato a pronti, dove i prezzi di vendita sono cresciuti piú rapidamente di quelli ufficiali.

L'anno scorso il volume degli acquisti netti di greggio da parte dei paesi importatori è cresciuto di circa l'1%. Pertanto, nel 1979 il totale dei pagamenti addizionali per gli approvvigionamenti di petrolio, ammontato ad oltre \$65 miliardi, è essenzialmente dovuto al rincaro del greggio. L'aumento nei conti petroliferi dei principali gruppi di paesi importatori si è in parte rispecchiato nei mutamenti avvenuti, tra il 1978 e il 1979, nelle loro posizioni complessive di parte corrente. Come si può vedere dalla tabella di pagina 97 il saldo aggregato di parte corrente dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera è passato da un'eccedenza di \$20,8 miliardi nel 1978 a un disavanzo di \$23,5 miliardi nel 1979; il passivo totale di parte corrente degli altri paesi sviluppati si è ampliato di \$2 miliardi portandosi a \$14 miliardi; e quello dei paesi emergenti non esportatori di petrolio è cresciuto di ben \$13 miliardi, raggiungendo un nuovo massimo di \$38 miliardi nel 1979. Per contro, il disavanzo complessivo dell'interscambio mercantile dei paesi ad economia pianificata, che fu di \$6 miliardi nel 1978, è stato l'anno scorso eliminato; tuttavia, nel 1979 dovrebbe essere aumentato l'onere del servizio del debito verso l'estero, cosicché il miglioramento nella loro posizione di parte corrente potrebbe risultare piuttosto modesto.

Nel 1979 gli spostamenti nell'assetto globale delle bilance dei pagamenti dei paesi importatori di petrolio, seppure simili quanto alla direzione a quelli del 1974, se ne differenziano nettamente per quanto riguarda la dimensione relativa. Il peggioramento, pari a \$44 miliardi, avvenuto tra il 1978 e il 1979 nella posizione complessiva di parte corrente dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera è stato, quanto meno in termini di dollari correnti, molto piú ampio della variazione negativa di \$25 miliardi registratasi cinque anni prima. Negli altri paesi sviluppati e nei paesi emergenti non esportatori di petrolio il deterioramento dell'anno scorso, rispettivamente di \$2 e 13 miliardi, è stato inferiore a prezzi correnti, e ancora piú in termini reali, ai corrispondenti valori di \$18 e 16 miliardi che si ebbero in questi due gruppi di paesi tra il 1973 e il 1974. Tuttavia, anche se i mutamenti del 1979 nelle partite correnti sono stati relativamente meno favorevoli ai paesi del Gruppo dei Dieci e alla Svizzera e relativamente piú vantaggiosi per i paesi emergenti non petroliferi, si deve ricordare che sia l'eccedenza complessiva dei paesi del

Gruppo dei Dieci e della Svizzera, sia il disavanzo globale dei paesi emergenti non esportatori di petrolio erano nel 1978 più ampi di quelli registrati cinque anni prima. Di conseguenza, oltre la metà della contropartita all'eccedenza OPEC del 1979 è stata sopportata dai paesi in via di sviluppo non petroliferi, rispetto al 35% circa del 1974. Anche la quota dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera è cresciuta in confronto al 1974; mentre quella degli altri paesi sviluppati è stata significativamente inferiore.

Al peggioramento del saldo corrente dei paesi importatori di petrolio ha fatto riscontro, nel 1979, il miglioramento globale delle partite correnti dei paesi dell'OPEC, passate da una posizione di equilibrio nel 1978 a un'eccedenza di \$63 miliardi, non di molto inferiore all'ammontare del 1974. Ancora più significativo dell'improvvisa ricomparsa di un'eccedenza così ampia è il fatto che la dimensione dell'avanzo dell'OPEC sia stata di poco inferiore ai maggiori introiti delle esportazioni dovuti al rincaro del petrolio. Il fatto che il valore in dollari delle importazioni dei paesi dell'OPEC si sia mantenuto ai livelli del 1978 ha rappresentato un importante scostamento dalla tendenza precedente, cui si è aggiunta una riduzione stimata di circa il 12% nelle importazioni in quantità degli stessi paesi. Questa contrazione quantitativa è interamente attribuibile alla forte caduta delle importazioni iraniane, in quanto nel 1979 il volume di importazioni del complesso degli altri paesi dell'OPEC è rimasto praticamente immutato dopo i sensibili incrementi degli anni precedenti. Si stima che l'anno scorso le ragioni di scambio dei paesi dell'OPEC siano migliorate del 29%, e ancora di più se si confrontano i dati di fine anno relativi al 1979 e al 1978. Il miglioramento è comunque ben superiore a quello necessario a recuperare la perdita dell'11% circa avutasi nel 1978. Il guadagno nelle ragioni di scambio, insieme con la riduzione nella quantità di importazioni, ha portato nel 1979 a \$112 miliardi l'eccedenza globale dell'interscambio mercantile dei paesi OPEC, che in termini di dollari è l'avanzo più ampio mai registrato. Questo miglioramento ha più che compensato il costante peggioramento nei saldi delle partite invisibili. Di conseguenza, anche quei paesi dell'OPEC che hanno una capacità di importazione relativamente elevata, nel 1979 hanno realizzato un'eccedenza di parte corrente di \$27 miliardi, mentre nel 1978 avevano segnato un disavanzo di \$10 miliardi.

La ricomparsa nel 1979 di un'ampia eccedenza nella bilancia dei pagamenti dei paesi dell'OPEC, manifestatasi subito dopo il riuscito aggiustamento della struttura mondiale delle bilance dei pagamenti rispetto allo squilibrio emerso nel 1974, nonché la prospettiva, per il 1980, di un attivo ancora più consistente a favore dell'OPEC in seguito ai rincari del petrolio avvenuti nel 1979 e all'inizio del 1980, pone il problema di come debba avvenire questa volta il processo di aggiustamento. La sezione seguente sintetizza i principali fattori che hanno portato alla diminuzione dell'eccedenza dei paesi dell'OPEC dopo la prima esplosione dei prezzi petroliferi. Questa breve descrizione si basa su un confronto fra la posizione di parte corrente dei paesi dell'OPEC nel 1973 - l'anno precedente la prima consistente eccedenza delle partite correnti dei paesi dell'OPEC - e quella del 1978, quando l'avanzo di parte corrente degli stessi paesi era scomparso; essa inoltre analizza le variazioni avvenute tra il 1973 e il 1978 nelle componenti della bilancia commerciale dei paesi importatori di petrolio.

Gli aggiustamenti nelle bilance delle partite correnti in seguito alla crisi petrolifera del 1973-74. La ragione principale che ha portato tra il 1974 e il 1978 all'annullamento dell'attivo di parte corrente dei paesi dell'OPEC è che essi furono in grado di accrescere in modo rilevante le importazioni di beni e servizi. Fra il 1973 ed il 1978 il volume delle loro esportazioni di petrolio era variato in misura trascurabile e le esportazioni non

petrolifere erano salite solo di \$6 miliardi, cosicché l'enorme aumento nei proventi delle esportazioni, passati da \$40 a 146 miliardi, fu dovuto quasi interamente al rincaro del greggio. La quintuplicazione del valore delle importazioni, per contro, ha rispecchiato incrementi sia di prezzo che di quantità. L'indice dei prezzi delle importazioni dei paesi dell'OPEC - calcolato in base ai valori unitari d'esportazione dei loro maggiori *partners* commerciali - è salito approssimativamente del 75%, facendo presumere un aumento del 180% circa nel volume delle importazioni. Inoltre, gli esborsi netti complessivi dei paesi dell'OPEC per servizi e trasferimenti non ufficiali si sono triplicati tra il 1973 ed il 1978, salendo a \$37 miliardi, in larga misura in conseguenza dell'aumento nelle importazioni dall'estero di tecnologie e lavoro. L'importanza dei trasferimenti di risorse reali nella riduzione dell'eccedenza di parte corrente dei paesi OPEC è anche chiaramente dimostrata dal fatto che questi paesi considerati nel complesso sono stati in grado di conservare gran parte del guadagno nelle ragioni di scambio conseguito nel 1974. Benché i prezzi crescenti delle importazioni abbiano eroso una parte del guadagno iniziale, nel 1978 le ragioni di scambio dei paesi dell'OPEC erano ancora del 110% circa superiori al loro livello del 1973 e solamente dell'11% inferiori a quello del 1974.

Transazioni complessive di parte corrente dei paesi dell'OPEC
nel periodo 1973-79.*

Voci	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
miliardi di dollari USA							
Esportazioni (f.o.b.)	40 (100)	121 (98)	113 (87)	137 (100)	151 (100)	146 (96)	217 (97)
Importazioni (f.o.b.)	- 21 (100)	- 38 (139)	- 59 (194)	- 71 (231)	- 89 (265)	-104 (277)	-105 (244)
Saldo commerciale	19	83	54	66	62	42	112
Servizi e trasferimenti privati, netti	- 12	- 14	- 19	- 26	- 31	- 37	- 43
Trasferimenti ufficiali, netti	- 1	- 2	- 4	- 4	- 5	- 5	- 6
Saldo delle partite correnti	6	67	31	36	26	0	63
<i>di cui:</i>							
Paesi a capacità di importazione relativamente bassa	5	40	24	29	24	10	36
Paesi a capacità di importazione relativamente elevata	1	27	7	7	2	- 10	27

Nota: I valori tra parentesi sono indici di volume (1973=100).

* Membri dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (Algeria, Ecuador, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Venezuela) più Bahrain e Oman.

Le precedenti considerazioni valgono per i paesi dell'OPEC nel loro insieme. Nondimeno, come mostra la tabella sopra riportata, a partire dal 1974 si è manifestata una considerevole differenza fra la dinamica delle bilance dei pagamenti di parte corrente dei paesi dell'OPEC a bassa capacità di importazione e quelle dei paesi ad elevata capacità di assorbimento. Questi ultimi, cioè i paesi che hanno introiti petroliferi pro-capite relativamente bassi, hanno fruito di una consistente eccedenza di parte corrente solo nel 1974, allorché essa era salita da \$1 a 27 miliardi. Nei tre anni successivi l'attivo complessivo delle loro partite correnti è stato in media di circa \$5,5 miliardi, mentre nel

1978 si è avuto un disavanzo di \$10 miliardi. Per contro, i paesi con una capacità di assorbimento relativamente bassa – Arabia Saudita, Kuwait, Libia, Qatar, Emirati Arabi Uniti, Bahrain e Oman – hanno registrato dal 1974 al 1977 un'eccedenza media di \$29 miliardi e anche nel 1978 il loro avanzo è ammontato a \$10 miliardi. L'abbondanza di mezzi finanziari, quale emerge dalle posizioni di parte corrente, sembra aver costituito un importante, sebbene non unico, fattore del diverso comportamento dei due gruppi di paesi per quanto riguarda le importazioni. Nel 1974 e nel 1975 il volume delle importazioni è cresciuto del 40% circa all'anno in entrambi i gruppi; in seguito, tuttavia, i *trends* delle importazioni in quantità hanno mostrato una netta divergenza. I paesi che hanno continuato a godere di consistenti eccedenze nelle partite correnti hanno mantenuto una vigorosa crescita delle importazioni reali che, pur con una tendenza declinante, si è aggirata mediamente al 22% durante il triennio dal 1976 al 1978. Negli altri paesi dell'OPEC, per contro, il tasso di aumento nella quantità di importazioni si è ridotto bruscamente dopo il 1975, stabilendosi in media all'8% fino al 1978.

La conversione in importazioni dell'accresciuto flusso di reddito proveniente dal petrolio ha fortemente influenzato la struttura dell'offerta di risorse alle economie dell'OPEC. Queste variazioni, che hanno comportato un rilevante aumento nell'incidenza di questi paesi sulla produzione mondiale, possono essere espresse da alcune stime di massima. Nel 1973 le importazioni ammontavano a circa il 25% della spesa totale per beni e servizi sostenuta dai paesi dell'OPEC. Dopo cinque anni, allorché la spesa totale di questi paesi – misurata a prezzi costanti – era salita, in valori stimati, dell'80%, la quota di beni e servizi provenienti dall'estero verosimilmente aveva raggiunto il 40%. In altre parole, i paesi dell'OPEC sono riusciti ad accrescere la propria quota di spesa sul totale del prodotto nazionale lordo mondiale (esclusi i paesi socialisti) dal 2,5% nel 1973 ad un presumibile 4% nel 1978. Questo ottenere "una maggiore fetta della torta" ha fatto sì che circa l'8% della crescita della produzione nei paesi importatori di petrolio è stato trasferito nel periodo 1973-78 ai paesi aderenti all'OPEC.

Considerando più da vicino la contropartita nel resto del mondo della riduzione nell'eccedenza OPEC dopo il 1974, la tabella seguente confronta le bilance commerciali del 1973 e del 1978 nei maggiori paesi sviluppati e in due gruppi di altri paesi importatori di petrolio e cerca di delineare l'incidenza prodotta su di esse dai rincari del petrolio e dalla conseguente crescita nelle importazioni di merci dei paesi dell'OPEC. Al valore delle importazioni nette di greggio e di suoi derivati da parte dei maggiori paesi industriali e degli altri gruppi di paesi importatori di petrolio è stato sottratto il valore delle loro esportazioni verso i paesi dell'OPEC, in modo da ottenere un "saldo commerciale verso i paesi dell'OPEC". Viene adottato questo approccio in quanto nel 1973 e nel 1978 i paesi dell'OPEC sono stati gli unici rilevanti esportatori netti di petrolio, cosicché l'insieme dei paesi importatori di greggio ha potuto compensare i maggiori esborsi per l'acquisto di tale prodotto soltanto con maggiori esportazioni verso i paesi OPEC. Le variazioni residuali nei saldi commerciali riportati nella tabella indicano i mutamenti nell'interscambio mercantile complessivo dovuti alle variazioni nelle transazioni commerciali nell'ambito dei paesi importatori di petrolio.

La tabella mostra che nel 1978 in termini di dollari correnti l'eccedenza commerciale complessiva dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera è stata sensibilmente più ampia di quella avutasi nel 1973 e lo stesso vale per il disavanzo commerciale globale di entrambe le altre importanti aree di paesi importatori di petrolio. Mentre nel 1978 per

Paesi importatori di petrolio:
variazioni nelle componenti del saldo commerciale tra il 1973 e il 1978. Stime.

Paesi e aree	Saldi commerciali ¹ (f. o. b.)		saldo commer- ciale	importa- zioni nette di petrolio ²	Variazioni esporta- zioni verso i paesi OPEC	saldo commer- ciale verso i paesi OPEC	saldo commer- ciale residuale
	1973	1978						I = IV + V	II	III	IV = II + III	V = I - IV
miliardi di dollari USA							
Canada	1,9	2,5	0,6	- 2,1	1,1	- 1,0	1,6
Francia	1,1	- 2,4	- 3,5	- 7,5	4,7	- 2,8	- 0,7
Germania	15,8	25,4	9,6	- 8,9	10,0	1,1	8,5
Giappone	3,9	26,4	22,5	-16,4	11,4	- 5,0	27,5
Italia	- 3,4	5,6	9,0	- 5,8	5,8	0,0	9,0
Paesi Bassi	1,8	- 0,1	- 1,9	- 1,8	1,9	0,1	- 2,0
Regno Unito	- 4,8	- 2,2	2,6	- 0,8	6,3	5,5	- 2,9
Stati Uniti	0,8	-28,5	-29,3	-30,9	13,0	-17,9	-11,4
Svezia	2,3	2,7	0,4	- 1,7	0,9	- 0,8	1,2
Svizzera	- 1,8	0,4	2,2	- 0,9	1,6	0,7	1,5
UEBL	2,1	- 1,1	- 3,2	- 1,6	1,7	0,1	- 3,3
Totale	20	29	9	-78	58	-20	29
Altri paesi sviluppati ³	-11	-20	- 9	-10	6	- 4	- 5
Paesi in via di sviluppo non petroliferi	- 3	-19	-16	-10	8	- 2	-14

¹Sulla base dei dati doganali. ²Petrolio e derivati del petrolio (SITC 33). ³Per la classificazione dei paesi si veda la tabella di pagina 97.

tutti i tre gruppi di paesi il saldo commerciale verso i paesi dell'OPEC è stato peggiore di quello registratosi nel 1973, la parte di gran lunga maggiore delle variazioni avvenute in questo periodo nell'insieme delle bilance commerciali complessive di questi paesi si è originata nel saldo commerciale residuale cioè negli scambi commerciali effettuati nell'ambito degli stessi paesi importatori di petrolio.

Nell'ambito dei paesi del Gruppo dei Dieci compresa la Svizzera l'evoluzione dei saldi commerciali dei singoli paesi rispetto all'area dell'OPEC ha presentato andamenti sensibilmente diversi nel periodo 1974-78. Tre paesi - Regno Unito, Germania e Svizzera - hanno conseguito notevoli miglioramenti; il Regno Unito attraverso una riduzione del 64% nelle importazioni nette di petrolio grazie all'attività di estrazione dai pozzi del Mare del Nord; la Germania e la Svizzera soprattutto mediante una forte crescita delle proprie esportazioni verso i paesi dell'OPEC. Per contro, tre altri paesi - Stati Uniti, Giappone e Francia - hanno registrato nello stesso periodo un peggioramento nel saldo commerciale verso l'area dell'OPEC. Senza dubbio gli Stati Uniti hanno avuto il deterioramento più ampio, di quasi \$ 18 miliardi; il loro volume di importazioni nette di greggio è stato nel 1978 del 34% più elevato di quello del 1973. In Francia una diminuzione del 13% nelle importazioni petrolifere in quantità è stata accompagnata da un aumento relativamente modesto nelle esportazioni verso i paesi dell'OPEC, mentre in Giappone, dove nel 1978 il volume delle importazioni nette di petrolio è stato del 3,5% più basso di quello del 1973, una rilevante espansione, superiore a \$ 11 miliardi, delle esportazioni verso il mercato dell'OPEC non è stata sufficiente a

compensare l'effetto sfavorevole sul proprio conto petrolifero dei più elevati prezzi del greggio. Gli altri paesi del Gruppo dei Dieci non hanno avuto quasi alcuna variazione nei saldi commerciali netti verso l'area dell'OPEC tra il 1973 e il 1978; nondimeno, il Canada è diventato un importatore netto di petrolio, mentre alcuni altri paesi in questo periodo hanno ridotto per un ammontare consistente il volume delle proprie importazioni.

Si possono fare due osservazioni circa l'aggiustamento avvenuto dopo il 1974 alla prima crisi petrolifera. Da una parte, il fatto che nel 1978 l'eccedenza complessiva di parte corrente dei paesi dell'OPEC sia scomparsa rivela che nei paesi importatori di petrolio considerati nell'insieme gli effetti sulla bilancia dei pagamenti dovuti al rincaro petrolifero del 1973 erano stati in gran parte assorbiti. Dall'altra, i rilevanti squilibri registrati nel 1978 nei saldi delle partite correnti di alcuni paesi del Gruppo dei Dieci rispecchiavano in parte le diverse linee di politica economica adottate dai vari paesi in seguito alla crisi petrolifera del 1973. Il disavanzo dei pagamenti correnti segnato nel 1978 dagli Stati Uniti è parzialmente dovuto all'aumento nel volume delle importazioni nette di greggio, tra il 1973 e il 1978, e al perseguimento da parte delle autorità americane di una politica economica interna fortemente espansiva dal 1975 in poi. Allo stesso modo, per quanto riguarda i paesi in avanzo, l'entità dell'eccedenza delle partite correnti della Germania e del Giappone era parzialmente dovuta al fatto che, nel 1978, questi paesi avevano seguito una più cauta gestione della domanda, sia immediatamente dopo l'impatto dei rincari del petrolio del 1973, sia negli anni successivi.

Per quanto riguarda le prospettive di un aggiustamento di fronte al nuovo forte aumento di prezzo del greggio avvenuto nel 1979, il passaggio di gran parte dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera a politiche di maggior contenimento della domanda può contribuire a frenare la loro domanda di petrolio OPEC. Questo fatto, oltre a tendere di per sé a ridurre alquanto l'eccedenza corrente dei paesi dell'OPEC, potrebbe anche comportare un certo rallentamento nella domanda dei maggiori paesi industriali di prodotti provenienti dai paesi emergenti non petroliferi. Di conseguenza, potrebbe ampliarsi la quota sulla contropartita dell'eccedenza OPEC sopportata da questi ultimi. Rimane però incerto quando e in che misura questi sviluppi possano esercitare un effetto rilevante sulla struttura dei pagamenti correnti globali. L'insegnamento più importante che si può trarre dal processo di aggiustamento successivo al 1974 è che il ritorno ad una struttura più equilibrata dei pagamenti internazionali dipenderà in modo determinante dalla ripresa in termini reali delle importazioni dei paesi OPEC. Se questa ripresa non si realizzerà, appare poco probabile un rapido processo di aggiustamento, a meno che le ragioni di scambio si evolvano nettamente a favore dei paesi importatori di greggio e/o si riduca in misura rilevante la dipendenza dal petrolio OPEC nella copertura del fabbisogno di energia.

L'evoluzione delle bilance dei pagamenti dei paesi industriali nel 1979.

A parte gli effetti dovuti all'aumento del prezzo del petrolio, nel 1979 gli sviluppi più rilevanti sul piano delle bilance dei pagamenti sono stati i sensibili cambiamenti nei conti con l'estero dei tre maggiori paesi industriali, che hanno eliminato o rovesciato precedenti squilibri di parte corrente. Questi aggiustamenti, che si sono sovrapposti agli effetti del rincaro del petrolio, sono derivati in parte da precedenti movimenti dei tassi di cambio e in parte dagli spostamenti nella pressione relativa della domanda nei diversi

paesi.* Le esperienze di questi paesi, nonché quella della Svizzera, dove vi è anche stato un sostanziale aggiustamento, sono discusse nella prima parte di questa sezione. Si può individuare un secondo gruppo di paesi industriali che prima del 1979 non aveva registrato ampi squilibri nei conti con l'estero, ma nel quale l'anno scorso si sono manifestati peggioramenti sensibili, non del tutto dovuti all'incremento del prezzo del petrolio. In un terzo gruppo di paesi le variazioni nei saldi delle partite correnti sono state nel 1979 relativamente modeste nonostante i più elevati prezzi del greggio.

Paesi in cui nel 1979 si è registrato un rilevante grado di aggiustamento. Nel 1979 i tre maggiori paesi industriali - Stati Uniti, Giappone e Germania - hanno eliminato o invertito i precedenti squilibri di parte corrente delle rispettive bilance dei pagamenti. Si è avuta anche una riduzione dell'eccedenza corrente della Svizzera. Inoltre, questi paesi hanno registrato forti variazioni nei relativi movimenti di capitali che in generale si sono sovrapposte agli spostamenti di parte corrente. I dati sintetici che descrivono gli aggiustamenti delle partite correnti delle tre maggiori economie sono esposti nella tabella seguente; le cifre concernenti tutta la bilancia dei pagamenti sono invece presentate nella tabella di pagina 101.

Componenti dei maggiori aggiustamenti di parte corrente avvenuti nel 1979.

Paesi	Saldi delle partite correnti		Variazioni tra il 1978 e il 1979					
			Beni e servizi ¹			redditi netti da capitali	trasferimenti unilaterali netti	totale
	1978	1979	quantità ²	prezzi ²	valore			
			miliardi di dollari USA					
Stati Uniti	-13,5	- 0,3	12,0	- 9,0	3,0	10,7	- 0,5	13,2
Giappone	16,5	- 8,6	-12,0	-13,5	-25,8	1,1	- 0,4	-25,1
Germania	8,9	- 5,8	- 6,0	- 6,0	-12,1	0,0	- 2,6	-14,7

¹ Esclusi i redditi da capitali. ² Cifre stimate e arrotondate a \$500 milioni.

Nel 1979 le maggiori variazioni nella bilancia dei pagamenti, rispetto a qualsiasi altro paese, sono quelle registratesi negli *Stati Uniti*. Il disavanzo delle partite correnti, che in ciascuno dei due anni precedenti si era aggirato intorno ai \$ 14 miliardi, si è quasi annullato. Inoltre, sebbene nel 1979 i movimenti identificati di capitali abbiano presentato un disavanzo, il saldo positivo di \$ 28,7 miliardi nella voce errori e omissioni è così ampio da rivelare che nel complesso si sono registrati afflussi netti di capitali, che hanno in parte compensato i pesanti deflussi avutisi nel 1977 e nel 1978. Di conseguenza, nel 1979 il saldo globale, definito come l'aumento nelle attività di riserva

*Nei casi in cui è parso utile ed erano disponibili i dati necessari, si è cercato di quantificare l'incidenza relativa di questi distinti fattori sull'andamento delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. In breve, il metodo impiegato è il seguente. In primo luogo, dal saldo delle partite correnti sono sottratti i saldi dei redditi da capitali e dei trasferimenti unilaterali, in quanto queste voci non sono influenzate dall'andamento economico nella stessa misura in cui lo è l'interscambio di beni e servizi. In secondo luogo, le variazioni nelle bilance dei beni e servizi vengono suddivise nelle due componenti quantità e prezzi. Infine, si cerca di scomporre l'apporto del fattore quantità nelle variazioni derivanti da un lato da andamenti congiunturali (nel paese in esame e in altri paesi) e dall'altro da movimenti nei tassi di cambio e da altre cause. La componente congiunturale viene stimata con un'analisi statistica degli effetti delle passate variazioni congiunturali sul saldo in quantità. A meno che non vi siano altre influenze evidenti, viene attribuita ai movimenti del tasso di cambio quella parte della variazione in quantità che non può essere attribuita ad influssi congiunturali. L'apporto del fattore prezzo, inoltre, in alcuni casi è stato scomposto in effetti dovuti al prezzo del petrolio, al tasso di cambio e ad altre cause.

degli Stati Uniti al netto dell'incremento nelle loro passività verso le istituzioni ufficiali estere, come mostrato nella tabella di pagina 101, ha registrato un'eccedenza di \$14,4 miliardi. E' stato il primo avanzo annuale dal 1969, che fa seguito a disavanzi superiori ai \$30 miliardi in ciascuno dei due anni precedenti.

I disavanzi delle partite correnti degli Stati Uniti nel 1977 e nel 1978 non erano ampi in relazione alle dimensioni dell'economia del paese, poiché ammontavano a meno dello 0,75% del prodotto nazionale lordo. Ma il fatto che essi fossero accompagnati da consistenti deflussi netti di capitali fu il motivo principale del deprezzamento del dollaro nel corso di questi due anni e della connessa instabilità sul mercato dei cambi. Il considerevole miglioramento avvenuto l'anno scorso nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti ha quindi creato le basi non solo per il rafforzamento del dollaro, ma anche per le migliori condizioni che in generale hanno caratterizzato i mercati dei cambi.

Nel 1979 il miglioramento nel saldo di parte corrente è stato favorito da sviluppi congiunturali - l'accelerazione della domanda negli altri paesi industriali ed il minore tasso di crescita dell'economia americana - nonché dal deprezzamento del dollaro nel 1977-78, i cui effetti si sono manifestati l'anno scorso. L'influenza del tasso di cambio è stata molto evidente nell'aumento di \$10,7 miliardi nei redditi netti da capitali, saliti a \$32,3 miliardi. Il principale motivo della crescita di \$22,4 miliardi negli introiti lordi concernenti questa voce è dovuto al fatto che il deprezzamento del dollaro e l'aumento nel prezzo del petrolio hanno comportato in effetti notevoli incrementi nei prezzi in dollari dei beni e servizi prodotti da imprese statunitensi operanti all'estero - per esempio, nel 1979 l'indice del valore unitario delle esportazioni mondiali espresso in termini di dollari è salito del 19,5% rispetto all'11% del 1978. Anche dal lato degli esborsi sono aumentati fortemente i pagamenti a favore di non residenti a titolo di redditi di capitali a causa dei più elevati tassi di interesse statunitensi.

Il disavanzo per beni e servizi (che esclude i redditi da capitali) si è ridotto da \$30 miliardi nel 1978 a \$27 miliardi nel 1979, nonostante un incremento di \$17,3 miliardi nelle importazioni petrolifere. Il miglioramento deriva per circa \$12 miliardi dal fattore quantità, nel quale hanno agito positivamente sia la componente congiunturale sia il tasso di cambio. Per contro, il peggioramento nelle ragioni di scambio, dovuto sia al precedente deprezzamento del dollaro sia al rincaro del petrolio, ha annullato gran parte del miglioramento in termini quantitativi.

Per quanto riguarda i movimenti identificati di capitali, nel 1979 emergono due aspetti: la riduzione nei deflussi netti totali a \$14 miliardi, ossia a circa la metà dell'importo del 1978, dovuta al rafforzarsi della fiducia nel dollaro; e le notevoli variazioni nel saldo dei movimenti dei capitali in entrata e in uscita nel corso dell'anno, in ampia misura come conseguenza della discontinuità nel processo di ripresa del dollaro. Considerando l'anno nel suo complesso, la maggior variazione nei movimenti di capitali è quella che riguarda i flussi netti di fondi notificati dalle banche statunitensi, passati da un deflusso di \$16 miliardi nel 1978 a un afflusso di \$6,6 miliardi nel 1979. Questo andamento è stato in parte compensato da un aumento nel deflusso netto di fondi per investimenti diretti, passato da \$10,4 miliardi nel 1978 a \$17,1 miliardi nel 1979, dovuto soprattutto al reinvestimento da parte delle società americane dei maggiori utili conseguiti all'estero. La riduzione nel deflusso totale netto di capitali identificati è stata fortemente accentuata dall'ampissimo aumento del saldo positivo della voce errori e omissioni, da \$10,7 a 28,7 miliardi, una variazione che dovrebbe dipendere in gran parte da afflussi non identificati di fondi.

Le variazioni nei movimenti netti di capitali avvenute nel corso del 1979 hanno in particolare riguardato il settore bancario. Durante i primi cinque mesi dell'anno, quando il dollaro si stava rafforzando sul mercato dei cambi, vi sono stati afflussi netti di fondi attraverso le banche per un ammontare di circa \$20 miliardi. Nei successivi quattro mesi, cioè durante la fase di nuovo indebolimento del dollaro, vi sono stati deflussi netti bancari, ma ad essi ha fatto seguito un afflusso netto di circa \$7 miliardi nei mesi di ottobre e novembre, dopo l'inasprimento della politica monetaria degli Stati Uniti. In dicembre, infine, si sono prodotti deflussi netti bancari per quasi \$14 miliardi, parte dei quali di natura stagionale.

Le statistiche per il primo trimestre del 1980 rivelano un certo peggioramento nella bilancia delle partite correnti. Il disavanzo dell'interscambio mercantile è stato di circa \$12,2 miliardi, su base destagionalizzata, rispetto a una media trimestrale per il 1979 di \$7,4 miliardi; questo fatto fa senz'altro ritenere che il saldo di parte corrente sia stato passivo. Il deterioramento è dovuto alle crescenti importazioni di energia. Per contro, si è avuto un amplissimo afflusso di capitali e un'eccedenza globale di circa \$10 miliardi.

Nel 1979 anche in *Giappone* la bilancia dei pagamenti ha presentato un consistente aggiustamento. A un'eccedenza nelle partite correnti di \$16,5 miliardi registrata nel 1978 ha fatto seguito un disavanzo di \$8,6 miliardi, con una variazione pari al 2,5% del prodotto nazionale lordo. Inoltre, il deflusso netto di capitali a lungo termine, pari a \$13 miliardi, è stato alquanto più elevato di quello del 1978, cosicché la bilancia dei pagamenti di base è passata da un'eccedenza di \$4,1 miliardi ad un'ingente disavanzo di \$21,6 miliardi, pari al 2% del prodotto nazionale lordo. Una cospicua parte di tale disavanzo è stata coperta da afflussi netti di capitali a breve termine per \$8,9 miliardi (incluso il saldo per errori e omissioni) e le riserve ufficiali, escludendo le variazioni di valutazione, si sono ridotte di \$12,7 miliardi.

Il considerevole spostamento nella bilancia dei pagamenti è stato il risultato di parecchi fattori concomitanti, alcuni dei quali rappresentano una reazione alle rilevanti eccedenze verso l'estero registratesi nel 1977 e nel 1978. Per quanto riguarda il saldo delle partite correnti, la pressione della domanda nell'economia giapponese è cresciuta in conseguenza della politica fiscale espansiva, stimolando così il volume delle importazioni e frenando quello delle esportazioni e, in effetti, per la prima volta da moltissimi anni si è registrata una leggera riduzione nel volume delle vendite giapponesi all'estero. E' pur vero che anche negli altri paesi dell'area OCSE complessivamente considerata la pressione della domanda è cresciuta, ma ciò può aver compensato solo una piccola parte dell'effetto connesso alla ripresa economica interna. Nel complesso, l'apporto del fattore volume nella variazione del saldo delle partite correnti è stato di circa \$12 miliardi, e gran parte di esso può essere ragionevolmente attribuita al variare delle condizioni congiunturali, in quanto l'apprezzamento dello yen nei due anni precedenti sembra avere esercitato i suoi effetti principalmente nel 1978.

In aggiunta a questa variazione nel volume, vi è stato un peggioramento nelle ragioni di scambio iniziatosi verso la fine del 1978 con il forte deprezzamento dello yen rispetto agli elevati livelli raggiunti in ottobre. Sebbene per lo yen nel passato fosse normale apprezzarsi finché permaneva un'eccedenza di parte corrente, l'apertura del mercato finanziario di Tokio ha fatto sì che emergesse un rilevante disavanzo nella bilancia dei pagamenti di base durante l'ultimo trimestre del 1978, pur permanendo un'eccedenza delle partite correnti. Il deprezzamento ha avuto un immediato effetto

sfavorevole sulle ragioni di scambio, mentre non si sono manifestati nel 1979 gli effetti favorevoli sulla quantità di importazioni e esportazioni. Naturalmente, le ragioni di scambio sono state influenzate in modo negativo anche dall'aumento dei prezzi del petrolio, che ha accresciuto nel 1979 di quasi \$9 miliardi il costo delle importazioni giapponesi.

Per quanto riguarda i movimenti di capitali, il deflusso netto di fondi a lungo termine è continuato nel 1979 a un tasso molto più elevato di quello del 1978, ed è ammontato a \$13 miliardi, di cui \$9,6 miliardi costituiti da investimenti di portafoglio, inclusi i prestiti. Questo esodo di capitali non si è distribuito in modo uniforme nel tempo, ma è avvenuto alquanto in sintonia con i movimenti dei tassi di cambio. Così, nei primi cinque mesi dell'anno, mentre lo yen si andava progressivamente deprezzando rispetto al dollaro, vi è stato un deflusso netto di \$6,6 miliardi di capitali a lungo termine. Nel periodo giugno-settembre il mercato dei cambi è stato più calmo, e l'esodo di fondi a lunga scadenza si è ridotto a \$2,3 miliardi. Lo yen ha subito una nuova pressione al ribasso nei mesi di ottobre e novembre e in questo periodo il deflusso netto è stato di \$3,3 miliardi. Tuttavia in dicembre, in presenza di condizioni di mercato più tranquille, si è avuto un deflusso di capitali pari a \$0,8 miliardi. Nel conto dei capitali a breve termine, nel 1979 vi è stato un afflusso netto di \$6,3 miliardi, incluso un aumento di \$4 miliardi nelle passività nette a breve termine sull'estero delle banche. Una parte rilevante di questo importo ha rispecchiato probabilmente crediti addizionali raccolti per finanziare le importazioni di petrolio. Inoltre, la voce errori e omissioni ha registrato un saldo positivo pari a \$2,6 miliardi.

Nel primo trimestre del 1980 il disavanzo delle partite correnti è cresciuto ulteriormente, portandosi a \$6 miliardi. Tuttavia, si è avuto un afflusso di capitali a lungo termine pari a \$1,2 miliardi, e anche il saldo dei movimenti di capitali a breve e quello relativo alla voce errori e omissioni considerati insieme sono stati positivi. Nel complesso si è registrata una riduzione di \$1,6 miliardi nell'ammontare netto delle attività monetarie ufficiali, escludendo gli aggiustamenti di valutazione.

La *Germania*, analogamente al Giappone, ha avuto nel 1979 un disavanzo di parte corrente, il primo dal 1965. Il saldo delle partite correnti è passato da un'eccedenza di \$8,9 miliardi nel 1978 a un disavanzo di \$5,8 miliardi nel 1979, con una variazione pari al 2% circa del prodotto nazionale lordo tedesco. Nel 1979 l'eccedenza nei movimenti di capitali è stata di \$5,6 miliardi, ma l'andamento sfavorevole della voce errori e omissioni ha comportato una riduzione delle riserve ufficiali nette (al lordo delle variazioni di valutazione) di \$2,4 miliardi.

Come mostra la tabella a pagina 91, le componenti quantità e prezzo hanno dato un apporto equivalente nel processo di aggiustamento delle partite correnti della *Germania*. Il peggioramento dovuto al fattore quantità, ammontato a circa \$6 miliardi, è derivato dalla ripresa congiunturale della *Germania*, parzialmente compensata dalla ripresa in altri paesi industriali, dall'apprezzamento del marco tedesco e dalla costituzione di scorte di petrolio grezzo. Sembra plausibile, in base all'elaborazione statistica descritta nella nota a pagina 91, che la fase congiunturale e gli andamenti del tasso di cambio abbiano contribuito in misura approssimativamente uguale alla variazione in termini di quantità. All'apporto del fattore quantità si è sovrapposto un effetto di prezzo in senso negativo per \$6 miliardi, gran parte del quale può essere attribuita ai più elevati prezzi del petrolio.

Germania: movimenti netti identificati di capitali, 1979-80.*

Movimenti netti identificati di capitali	1979						1980
	gennaio- maggio	giugno- agosto	settembre	ottobre- novembre	dicembre	anno	gennaio- marzo
	miliardi di dollari USA						
A breve termine	-8,7	2,6	5,5	-3,8	4,2	-0,2	-0,1
A lungo termine	0,0	4,9	1,6	-1,3	0,6	5,8	-2,8
Totale	-8,7	7,5	7,1	-5,1	4,8	5,6	-2,9

* Transazioni bancarie e non bancarie.

Nel 1979 il deterioramento delle partite correnti è stato particolarmente notevole in tre settori. Innanzitutto, il disavanzo relativo al petrolio e suoi derivati è cresciuto di \$9,8 miliardi, portandosi a \$24,5 miliardi. Ciò è dovuto non solo all'aumento dei prezzi del greggio, ma anche ad un incremento del 3,5% nel volume di importazioni di greggio e suoi derivati. Una variazione rilevante si è registrata nella voce turismo, il cui disavanzo sulla base dei dati doganali è aumentato di \$2,7 miliardi, salendo a \$12,2 miliardi. Infine, il passivo dovuto ai trasferimenti unilaterali si è accresciuto di \$2,6 miliardi, raggiungendo \$11,3 miliardi.

Per quanto riguarda i movimenti di capitali, l'afflusso totale netto di fondi è cresciuto tra il 1978 e il 1979 da \$3,2 a 5,6 miliardi, nonostante che l'anno scorso l'apprezzamento del marco tedesco rispetto al dollaro sia stato molto inferiore. Inoltre, come negli Stati Uniti, nel corso dell'anno si sono registrate rilevanti oscillazioni nel saldo dei movimenti di capitali, che in ampia misura hanno rispecchiato mutamenti nelle condizioni sui mercati dei cambi. Questi andamenti sono sintetizzati nella precedente tabella. L'afflusso netto di capitali a lungo termine è ammontato a \$5,8 miliardi rispetto ad un deflusso netto di \$1,4 miliardi nel 1978. Questa variazione è soprattutto dovuta all'afflusso, avvenuto nel 1979, di prestiti e crediti a lungo termine per un ammontare di \$8,8 miliardi, dovuto principalmente alla raccolta di nuovi fondi da parte delle banche tedesche, in reazione alle tensioni sul mercato creditizio interno. L'inversione nei flussi di capitali a lungo termine è stata più che sufficiente a compensare la variazione avvenuta nei movimenti dei capitali a breve termine, passati da un afflusso netto di \$4,6 miliardi a un modesto deflusso netto. Per quanto concerne l'andamento temporale dei flussi di capitali, nei primi cinque mesi dell'anno, in concomitanza con la ripresa del dollaro, vi sono stati consistenti deflussi di capitali dalla Germania. Il dollaro ha iniziato a indebolirsi in giugno, e nello stesso mese, in luglio e in agosto si è prodotto un riafflusso di fondi. Afflussi rilevanti si sono registrati anche in settembre in anticipazione della rivalutazione del marco tedesco nell'ambito del Sistema monetario europeo. La rivalutazione è avvenuta il 24 settembre, e pertanto i dati riportati nella tabella quasi certamente sottostimano l'entità dell'afflusso di capitali verso la Germania in previsione del riallineamento. La successiva liquidazione delle posizioni precedentemente costituite, unitamente alle scelte di politica monetaria più restrittive adottate dalle autorità degli Stati Uniti, ha causato un deflusso nei mesi di ottobre e novembre, ma in dicembre si è avuto un nuovo afflusso dovuto a fattori stagionali.

Nel primo trimestre del 1980, il disavanzo globale è stato di \$7,9 miliardi - più del triplo di quello registrato per l'intero 1979. Il disavanzo delle partite correnti è salito a \$3 miliardi e, nonostante l'allentamento dei controlli sull'afflusso di capitali verso la

Germania, si sono avuti deflussi autonomi netti di capitali per un importo di \$ 2,9 miliardi, di riflesso all'elevatissimo livello dei tassi di interesse statunitensi. Inoltre, la voce errori e omissioni ha registrato un saldo negativo di \$ 2 miliardi. Il disavanzo è stato finanziato soprattutto con una riduzione delle riserve per un ammontare di \$ 6,3 miliardi e con un indebitamento ufficiale di circa DM 3 miliardi con le istituzioni monetarie dell'Arabia Saudita.

La persistente eccedenza delle partite correnti della Svizzera, che aveva raggiunto nel 1978 \$ 4,4 miliardi, ossia il 5% del prodotto nazionale lordo, si è ridotta l'anno scorso a \$ 2,5 miliardi. Alla riduzione nell'eccedenza delle partite correnti si è aggiunto uno spostamento ancor più marcato nei movimenti dei capitali (incluse le partite non identificate), da un avanzo di \$ 2,3 miliardi a un disavanzo di \$ 7,5 miliardi nel 1979. Si è reso così necessario un finanziamento ufficiale di \$ 5 miliardi, se si escludono gli *swaps* in dollari con le banche commerciali. Questo finanziamento comprendeva un aumento di \$ 1,2 miliardi nelle riserve ufficiali estere in franchi svizzeri.

Nel 1979 la domanda reale è cresciuta in Svizzera del 2,5%; sebbene questo aumento sia leggermente inferiore a quello del 1978, le importazioni reali nette di beni e servizi sono cresciute di circa \$ 1,1 miliardi, una parte dei quali può essere attribuita all'elevato valore esterno del franco svizzero. In particolare, gli introiti netti dovuti al turismo si sono ridotti del 21%, passando a \$ 0,8 miliardi, e il volume delle importazioni di beni (energia esclusa) è salito del 10%. Si è avuto inoltre un effetto negativo delle ragioni di scambio pari a circa \$ 1,4 miliardi, interamente dovuto al rincaro del petrolio. I redditi netti da capitali costituiscono la sola voce delle partite correnti che abbia registrato un significativo miglioramento, passando da \$ 3,5 a 4,1 miliardi. Per quanto riguarda i movimenti di capitali, le esportazioni nette di fondi delle banche sono salite nel 1979 a \$ 9,8 miliardi rispetto ai \$ 3,5 miliardi del 1978, e gli investimenti netti di portafoglio all'estero sono passati da \$ 1,3 a 7,1 miliardi, forse in conseguenza dell'effetto congiunto dei bassi tassi di interesse e della crescente sensazione che il franco svizzero non si sarebbe apprezzato in misura rilevante. Per contro, nel 1979 si sono registrati afflussi non identificati, costituiti presumibilmente soprattutto da capitali, per un importo di \$ 9,4 miliardi.

Nel primo trimestre del 1980 il disavanzo dell'interscambio mercantile è stato di \$ 2 miliardi, secondo i dati doganali, rispetto ai \$ 2,8 miliardi registrati per l'intero 1979. Inoltre, le riserve ufficiali nette, esclusi gli *swaps* in dollari con le banche commerciali, si sono ridotte di \$ 2,3 miliardi.

Paesi in cui la situazione della bilancia dei pagamenti è peggiorata nel 1979. I paesi presi in considerazione in questa sezione sono il Regno Unito, l'Unione economica del Belgio-Lussemburgo (UEBL) e la Svezia. Nell'UEBL e in Svezia, durante il 1979 si è avuto un notevole peggioramento del saldo delle partite correnti, mentre nel Regno Unito, sebbene le riserve siano cresciute e la sterlina si sia sensibilmente apprezzata, la struttura della bilancia dei pagamenti è peggiorata sia per quanto riguarda le partite correnti che i movimenti dei capitali.

Nell'ambito dei paesi che nel 1978 non avevano registrato un grave squilibrio della bilancia dei pagamenti correnti, il Regno Unito ha presentato nel 1979 il deterioramento di gran lunga più ampio. Nonostante il notevole aumento della produzione di petrolio e di gas del Mare del Nord, il saldo delle partite correnti è passato da un'eccedenza nel

Transazioni internazionali di parte corrente.¹

Paesi ed aree	Saldo commerciale (f.o.b.)			Saldo dei servizi e dei trasferimenti			Saldo delle partite correnti		
	1977	1978	1979	1977	1978	1979	1977	1978	1979
	miliardi di dollari USA								
Canada*	2,5	3,0	3,4	- 6,6	- 7,6	- 7,7	- 4,1	- 4,6	- 4,3
Francia	- 2,4	1,5	- 1,3	- 0,6	2,2	2,8	- 3,0	3,7	1,5
Germania	19,8	25,6	17,3	-15,5	-16,7	-23,1	4,3	8,9	- 5,8
Giappone*	17,3	24,6	2,0	- 6,4	- 8,1	-10,6	10,9	16,5	- 8,6
Italia*	- 0,1	2,9	- 1,0	2,6	3,3	6,1	2,5	6,2	5,1
Paesi Bassi*	- 0,1	- 0,9	- 1,2	0,7	- 0,5	- 1,1	0,6	- 1,4	- 2,3
Regno Unito	- 3,9	- 2,9	- 6,9	3,6	4,7	1,9	- 0,3	1,8	- 5,0
Stati Uniti	-30,9	-33,9	-29,5	16,8	20,3	29,2	-14,1	-13,5	- 0,3
Svezia	0,3	2,6	0,9	- 2,4	- 2,9	- 3,4	- 2,1	- 0,3	- 2,5
Svizzera*	- 0,1	0,2	- 2,2	3,5	4,2	4,7	3,4	4,4	2,5
UEBL*	- 1,4 ²	- 1,2 ²	- 3,3 ²	0,7	0,3	- 0,5	- 0,7	- 0,9	- 3,8
<i>Gruppo del Dieci e Svizzera</i>	1,0	21,6	-21,8	- 3,6	- 0,8	- 1,7	- 2,6	20,8	-23,5
Australia	1,0	0,1	2,5	- 3,6	- 3,9	- 4,6	- 2,6	- 3,8	- 2,1
Austria*	- 3,9	- 3,1	- 3,9	0,9	1,6	2,0	- 3,0	- 1,5	- 1,9
Danimarca*	- 2,7	- 2,4	- 3,4	1,0	0,9	0,4	- 1,7	- 1,5	- 3,0
Finlandia	0,5	1,2	0,6	- 0,7	- 0,6	- 0,9	- 0,2	0,6	- 0,3
Grecia*	- 3,2	- 3,5	- 5,2	1,9	2,2	2,9	- 1,3	- 1,3	- 2,3
Irlanda*	- 0,8	- 1,0	- 2,2	0,5	0,7	0,6	- 0,3	- 0,3	- 1,6
Israele	- 2,2	- 2,8	- 3,0	1,7	1,8	1,8	- 0,5	- 1,0	- 1,2
Jugoslavia*	- 3,6	- 3,5	- 5,3	2,0	2,2	1,9	- 1,6	- 1,3	- 3,4
Norvegia	- 4,0	- 0,5	0,1	- 1,0	- 1,6	- 1,3	- 5,0	- 2,1	- 1,2
Nuova Zelanda*	0,2	0,6	0,7	- 0,8	- 1,0	- 1,2	- 0,6	- 0,4	- 0,5
Portogallo	- 2,5	- 2,4	- 2,4	1,0	1,6	2,6	- 1,5	- 0,8	0,2
Spagna*	- 6,2	- 4,0	- 5,5	4,0	5,6	6,5	- 2,2	1,6	1,0
Sud Africa*	2,5	3,8	6,2	- 2,0	- 2,3	- 2,5	0,5	1,5	3,7
Turchia	- 3,5	- 1,9	- 2,3	0,1	0,4	0,9	- 3,4	- 1,5	- 1,4
<i>Altri paesi sviluppati</i>	-28,4	-19,4	-23,1	5,0	7,6	9,1	-23,4	-11,8	-14,0
<i>Totale paesi sviluppati</i>	-27,4	2,2	-44,9	1,4	6,8	7,4	-26,0	9,0	-37,5
Paesi esportatori di petrolio ³	62	42	112	-36	-42	-49	26	0	63
Altri paesi in via di sviluppo	-10	-20	-33	- 1	- 5	- 5	-11	-25	-38
<i>Totale paesi in via di sviluppo</i>	52	22	79	-37	-47	-54	15	-25	25
Paesi a economia pianificata ⁴	- 1	- 6	0	.	.	.	.	.	.

¹Le cifre della bilancia dei servizi e dei trasferimenti unilaterali relative a questi paesi non comprendono i redditi da investimenti diretti in forma di utili non distribuiti.

²Sulla base delle transazioni, fatta eccezione per la Grecia e per la Nuova Zelanda. ³Importazioni e esportazioni in parte c.i.f. ⁴Paesi dell'OPEC più Bahrain e Oman. ⁵Paesi dell'Europa orientale, Unione Sovietica e Cina; cifre parzialmente stimate, basate su dati doganali.

1978 di \$1,8 miliardi a un disavanzo di \$5 miliardi nel 1979. In aggiunta a tale passivo, nel 1979 i deflussi autonomi di capitali a lungo termine sono ammontati a \$3,4 miliardi. Il fatto che le riserve ufficiali del Regno Unito siano nondimeno cresciute di \$1,8 miliardi (escludendo le variazioni di valutazione e l'assegnazione di DSP), che l'indebitamento verso l'estero del settore pubblico si sia ridotto di un importo equivalente e che il tasso di cambio della sterlina si sia apprezzato del 9,8% in termini effettivi, è da attribuire all'afflusso netto di fondi a breve termine, incluse le passività verso le autorità monetarie estere, per un ammontare non inferiore ai \$10,8 miliardi.

Per quanto riguarda le partite correnti, nel 1979 l'apporto derivante dalle vendite di petrolio e di gas del Mare del Nord, al netto degli esborsi all'estero per costi di gestione, è stato di \$8,9 miliardi, con un aumento di \$5,2 miliardi rispetto alla cifra netta del 1978. Il peggioramento del resto delle partite correnti non è stato quindi inferiore a \$12 miliardi — nonostante un'evoluzione favorevole nelle ragioni di scambio, dovuta soprattutto all'apprezzamento della sterlina. Pertanto, il disavanzo dell'interscambio mercantile, non considerando il settore del Mare del Nord, è salito da \$8,7 a 19,8 miliardi; l'eccedenza dovuta ai redditi da capitali è diminuita da \$2 a 0,4 miliardi, in gran parte a causa delle maggiori rimesse di profitti conseguiti da società straniere operanti nel Mare del Nord; infine il disavanzo relativo ai trasferimenti unilaterali è cresciuto di \$1,4 miliardi, passando a \$5,1 miliardi.

Il principale problema di fronte a cui si trova il Regno Unito per quanto concerne la bilancia dei pagamenti correnti è che gli introiti derivanti dalla vendita di risorse limitate, quali petrolio e gas, sono stati finora consumati anziché investiti, o all'estero, attraverso un'eccedenza delle partite correnti, o all'interno; nel 1979 la quota del prodotto interno lordo devoluta ai consumi pubblici e privati non è stata inferiore a quella del 1977, nonostante la maggiore quota della produzione di energia del Mare del Nord sul prodotto totale. Se si prescinde dal settore del Mare del Nord, l'apporto del fattore quantità al deterioramento delle partite correnti è stato nel 1979 di circa il 3,5% del prodotto interno lordo.

Una parte consistente di questo peggioramento in termini di volume è dovuta al fatto che nel 1979 si è avuta nel Regno Unito una notevole espansione della spesa: complessivamente i consumi privati e pubblici sono saliti di quasi il 3% in rapporto al PIL e la costituzione di scorte è stata del 2% circa. Inoltre, durante l'anno la produzione è stata talora frenata da agitazioni sindacali. Tuttavia, gli effetti sulla bilancia dei pagamenti dovuti a questi fattori sono stati ampiamente accentuati dall'aumento del tasso effettivo di cambio della sterlina (il cui valore medio nel 1979, rispetto a quello del 1977, si è accresciuto del 9,1%) e dal tasso di inflazione interno, superiore alla media. Tra il 1977 e il 1979 i costi unitari del lavoro sono saliti del 23,6% rispetto a una media di costi comparabili in altri paesi espressi in un'unità monetaria comune; ed anche gli altri indici di competitività mostrano un quadro analogo. Vi può quindi essere una parte di fondatezza nei timori che il petrolio del Mare del Nord stia "spiazzando" gli altri settori dell'economia del Regno Unito.

Come già detto, l'aspetto saliente dei movimenti dei capitali è costituito dal fatto che i notevoli deflussi autonomi a lungo termine sono stati accompagnati da afflussi a breve termine ancora maggiori. Per quanto riguarda i movimenti di capitali a lungo termine, per i quali vi è stato un deflusso netto di \$3,4 miliardi, si rilevano due elementi importanti. Il primo è costituito dal fatto che l'abolizione dei controlli valutari, vigenti

con diversi gradi di rigore sin dal 1939, ha causato un deflusso (stimato) di \$ 4 miliardi, soprattutto sotto forma di rimborsi di prestiti esteri in valuta. In secondo luogo, a parziale compensazione di ciò, vi sono state vendite nette di titoli di Stato a non residenti per un importo di \$ 2,1 miliardi, rese possibili dall'offerta di rendimenti elevati, e dal fatto che il Regno Unito, in virtù del petrolio del Mare del Nord, era poco esposto alle perturbazioni sul mercato del greggio. Si deve anche a questi fattori una parte consistente dell'afflusso di capitali a breve termine pari a \$ 10,8 miliardi. Circa \$ 7,1 miliardi di tale importo hanno assunto la forma di un incremento nei saldi in sterline. L'aumento di tali saldi ha riguardato soprattutto i detentori privati; i saldi ufficiali sono saliti infatti solo di \$ 1,6 miliardi. Inoltre, vi è stato un incremento pari a \$ 3,1 miliardi nelle passività nette in valuta sull'estero delle banche.

Nel primo trimestre del 1980 il disavanzo destagionalizzato delle partite correnti è ammontato a \$ 1,6 miliardi, ovvero allo stesso importo registrato nel quarto trimestre del 1979; tuttavia tra i due trimestri si è avuto un miglioramento in quantità che è stato annullato da una variazione sfavorevole nelle ragioni di scambio. L'afflusso autonomo di capitali è continuato, e le riserve sono aumentate di \$ 1,1 miliardi, se si escludono le variazioni di valutazione e l'assegnazione di DSP.

Anche nell'*Unione economica del Belgio-Lussemburgo* la bilancia delle partite correnti è peggiorata nel 1979 in modo rilevante e il disavanzo è aumentato da \$ 0,9 a 3,8 miliardi, il 3,4% del prodotto nazionale lordo. In aggiunta a ciò, i movimenti netti autonomi di capitali hanno avuto un saldo negativo per gran parte dell'anno e il franco belga di tempo in tempo è stato oggetto di pressioni nell'ambito del Sistema monetario europeo. Tuttavia, per un certo periodo dopo il riallineamento dei tassi di cambio avvenuto in settembre vi è stato un riflusso di fondi, e su base annua si è registrato un afflusso netto autonomo di capitali di \$ 0,5 miliardi.

Una parte consistente del peggioramento avvenuto nel corso del 1979 nel saldo delle partite correnti può essere attribuita alla spinta della domanda interna, salita del 3,7% (compreso un forte aumento nelle scorte), e all'aumento dei prezzi del petrolio. Alcuni osservatori hanno sostenuto che una causa ulteriore della debole posizione verso l'estero risiede nella scarsa competitività relativa dell'UEBL, in termini di prezzi e costi, sui mercati internazionali, in parte come conseguenza dell'apprezzamento effettivo del franco belga a partire dal 1972, quando entrò a far parte del "serpente monetario". Tuttavia, gli indici disponibili mostrano che la concorrenzialità è migliorata sia nel 1978 sia lo scorso anno. Sebbene sia possibile che le precedenti perdite di competitività abbiano continuato ad esercitare un'influenza anche dopo il loro recupero, sembra improbabile che ciò possa spiegare una parte molto rilevante del deterioramento dell'anno scorso nelle partite correnti, ammontato al 2,5% del prodotto nazionale lordo. E' più probabile che la struttura dell'industria belga sia stata un elemento negativo nell'evoluzione delle partite correnti della bilancia dei pagamenti.

Il disavanzo totale derivante dal saldo complessivo di parte corrente e da quello relativo ai movimenti autonomi di capitali, insieme con il saldo negativo per errori e omissioni, ha reso necessario un finanziamento ufficiale di \$ 3,7 miliardi. A gran parte di ciò si è provveduto attraverso un indebitamento ufficiale in valuta estera, per un importo di \$ 2,5 miliardi al netto dei rimborsi (compreso un ammontare di \$ 1,2 miliardi presi a prestito dal sistema bancario nazionale). Inoltre, vi è stata una riduzione di \$ 1,1 miliardi nelle riserve, esclusa l'assegnazione di DSP.

Il disavanzo di parte corrente della *Svezia*, che era stato quasi annullato nel 1978, si è notevolmente ampliato nel 1979 salendo a quasi \$ 2,5 miliardi, cioè al 2,5% del prodotto nazionale lordo, rendendo necessario un finanziamento ufficiale di rilevante entità. Il deterioramento delle partite correnti è quasi interamente dovuto all'aumento di \$ 2,2 miliardi nelle importazioni nette di combustibili. Circa \$ 1,6 miliardi di tale incremento sono imputabili al rincaro del petrolio, mentre nello stesso tempo il volume delle importazioni di petrolio raffinato è salito in modo rilevante rispetto al livello insolitamente basso del 1978. Al suddetto disavanzo si è aggiunto un saldo negativo nella posta errori e omissioni, pari a \$ 0,4 miliardi, che ha più che controbilanciato l'afflusso netto identificato di capitali, cosicché il deficit da finanziare è ammontato a \$ 2,9 miliardi. Di questo importo, \$ 2,2 miliardi sono provenuti da prestiti esteri a lungo termine contratti dallo Stato. La parte residua è stata coperta con una riduzione delle riserve.

L'andamento delle bilance dei pagamenti negli altri paesi del Gruppo dei Dieci. Nel 1979 il disavanzo delle partite correnti del *Canada* si è leggermente ridotto, portandosi a \$ 4,3 miliardi, pur situandosi per il quarto anno consecutivo intorno al 2% del prodotto nazionale lordo. Come in passato il Canada ha finanziato il proprio disavanzo di parte corrente attraverso l'afflusso autonomo di capitali a lungo termine, ma questi nel 1978 e nel 1979 non sono stati sufficienti ad impedire la formazione di un deficit nella bilancia di base, prescindendo dall'indebitamento ufficiale compensativo, per un importo rispettivamente di \$ 4 e 2,9 miliardi. Nel 1979, tuttavia, vi sono stati ingenti afflussi autonomi di fondi a breve, in parte controbilanciati dal saldo negativo della posta errori e omissioni.

Dal 1975 ha avuto inizio la recente serie di annate con forti disavanzi e sono regolarmente aumentati i pagamenti netti all'estero di redditi da capitali. Nel 1979 essi sono ammontati a \$ 4,4 miliardi, ossia al 2% del prodotto nazionale lordo. Il resto delle partite correnti è gradualmente migliorato a partire dal 1976 e l'anno scorso ha registrato un'eccedenza di \$ 0,2 miliardi. Tuttavia, il miglioramento non è stato evidentemente abbastanza rapido da annullare il disavanzo globale di parte corrente, nonostante il deprezzamento del dollaro canadese pari al 20,3% in termini effettivi tra il 1976 e il 1979, e il tasso di crescita relativamente modesto dell'economia canadese dal 1976. E' possibile che l'ostacolo principale all'aggiustamento sia costituito dal fatto che molte industrie produttrici di beni destinati all'esportazione e di beni sostitutivi delle importazioni hanno raggiunto il limite della loro capacità produttiva. Se questa ipotesi è esatta, il miglioramento nell'interscambio mercantile dovrà attendere il completamento di nuovi programmi di investimento; può darsi che i profitti attesi non abbiano offerto in passato un sufficiente incentivo alla spesa per investimenti. Questa spiegazione è suffragata dal fatto che tra il 1977 ed il 1979 la quota degli ordinativi non evasi dalle industrie manifatturiere prevalentemente esportatrici è cresciuta del 60% circa rispetto alle esportazioni totali di manufatti.

Contrariamente al 1978, quando il disavanzo di parte corrente fu soprattutto finanziato mediante l'indebitamento ufficiale all'estero, nel 1979 si sono registrati afflussi autonomi molto consistenti di fondi, per un importo di \$ 8,1 miliardi, dei quali \$ 6,8 miliardi a breve termine. Questi movimenti possono essere dovuti in parte alla favorevole posizione del Canada nel settore dell'energia e alla sensazione che fosse giunto al termine il deprezzamento del dollaro canadese sul mercato dei cambi. Inoltre, nel 1979 le autorità hanno raccolto ulteriori \$ 1,4 miliardi in valuta ricorrendo a prestiti

Paesi sviluppati: bilance dei pagamenti, 1978-79.

Paesi	Anni	Transazioni nette con l'estero					
		Partite correnti	Movimenti di capitali ¹	Errori ed omissioni	Totale	di cui, variazioni nelle	
						riserve ufficiali ²	passività verso autorità monetarie ufficiali ³
miliardi di dollari USA							
Austria*	1978	- 1,5	1,6	1,1	1,2	1,2	-
	1979	- 1,9	0,0	0,6	- 1,3	- 1,3	-
Belgio-Lussemburgo*	1978	- 0,9	0,2	0,4	- 0,3	- 0,1	- 0,2
	1979	- 3,8	3,0	- 0,4	- 1,2	- 1,1	- 0,1
Canada*	1978	- 4,6	6,0	- 1,6	- 0,2	- 0,2	-
	1979	- 4,3	7,1	- 3,7	- 0,9	- 0,9	-
Danimarca*	1978	- 1,5	3,1	- 0,1	1,5	1,5	0,0
	1979	- 3,0	3,2	- 0,3	- 0,1	- 0,1	0,0
Finlandia	1978	0,6	- 0,1	0,1	0,6	0,6	0,0
	1979	- 0,3	- 0,1	0,1	- 0,3	- 0,4	0,1
Francia	1978	3,7	- 3,9	3,0	2,8	3,1	- 0,3
	1979	1,5	- 1,5	2,1	2,1	1,8	0,3
Germania	1978	8,9	3,2	- 1,7	10,4	12,9	- 2,5
	1979	- 5,8	5,6	- 2,2	- 2,4	- 3,8	1,4
Giappone	1978	16,5	- 8,6	0,3	8,2	10,2	- 2,0
	1979	- 8,6	- 6,6	2,6	- 12,6	- 12,7	0,1
Grecia*	1978	- 1,3	1,7	- 0,3	0,1	0,1	- 0,0
	1979 ⁴	- 2,3	2,6	- 0,3	- 0,0	- 0,1	0,1
Irlanda*	1978	- 0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	-
	1979	- 1,6	0,9	0,1	- 0,6	- 0,6	-
Italia*	1978	6,2	0,3	0,5	7,0	3,4	3,6
	1979	5,1	- 1,7	0,1	3,5	2,0	1,5
Jugoslavia*	1978	- 1,3	1,7	- 0,1	0,3	0,2	0,1
	1979	- 3,4	1,6	0,3	- 1,5	- 1,2	- 0,3
Norvegia*	1978	- 2,1	2,7	0,5	1,1	0,7	0,4
	1979	- 1,2	1,8	0,7	1,3	1,3	0,0
Paesi Bassi*	1978	- 1,4	0,6	- 0,1	- 0,9	- 0,7	- 0,2
	1979	- 2,3	2,0	- 0,2	- 0,5	- 0,9	0,4
Portogallo	1978	- 0,8	0,6	0,2	- 0,0	0,2	- 0,2
	1979	0,2	- 0,2	0,4	0,4	0,1	0,3
Regno Unito	1978	1,8	- 6,2	2,2	- 2,2	- 4,5	2,3
	1979	- 5,0	5,2	1,2	1,4	1,8	- 0,4
Spagna*	1978	1,6	2,1	0,3	4,0	4,1	- 0,1
	1979	1,0	4,2	- 2,0	3,2	2,7	0,5
Stati Uniti	1978	- 13,5	- 28,9	10,7	- 31,7	- 0,7	- 31,0
	1979	- 0,3	- 14,0	28,7	14,4	- 0,0	14,4
Svezia	1978	- 0,3	1,4	- 0,4	0,7	0,7	- 0,0
	1979	- 2,5	2,2	- 0,4	- 0,7	- 0,7	0,0
Svizzera*	1978	4,4	- 9,3	11,6	6,7	7,2	- 0,5
	1979	2,5	- 16,9	9,4	- 5,0	- 4,2	- 0,8
Turchia	1978	- 1,5	2,0	- 0,5	- 0,0	0,2	- 0,2
	1979	- 1,4	0,6	0,7	- 0,1	- 0,1	- 0,0

*I dati delle partite correnti e dei movimenti di capitali relativi a questi paesi non comprendono i redditi sotto forma di utili non distribuiti derivanti da investimenti diretti, né il corrispondente reinvestimento di tali redditi. Nel caso del Giappone i dati comprendono solo il reinvestimento, ma non i redditi sotto forma di utili non distribuiti.

¹Include le transazioni delle banche commerciali e, in alcuni casi, l'indebitamento compensativo all'estero per finanziare i disavanzi della bilancia dei pagamenti; esclude le passività verso le autorità monetarie ufficiali. ²Esclude gli aggiustamenti di valutazione, dove possibile, e l'assegnazione di DSP. ³Include le passività verso il FMI e il FECOM; esclude gli aggiustamenti di valutazione. ⁴Dati parzialmente stimati.

ed a emissioni di obbligazioni, ma hanno anche rimborsato per \$2,4 miliardi i prelievi effettuati nel quadro di accordi *stand-by* con banche canadesi e estere. Il saldo della voce errori e omissioni è stato negativo per un ammontare di \$3,7 miliardi, e le riserve si sono ridotte di \$0,9 miliardi, escludendo l'assegnazione di DSP.

L'eccedenza delle partite correnti della *Francia* si è ridotta nel 1979 a \$1,5 miliardi, rispetto ai \$3,7 miliardi registrati nel 1978; su base destagionalizzata, l'avanzo è quasi scomparso nella seconda metà del 1979. Per l'intero anno il disavanzo per l'acquisto di petrolio e suoi derivati, inclusi i costi di trasporto, è aumentato di \$5,1 miliardi, salendo a \$17,5 miliardi; oltre la metà di questo peggioramento è stata però compensata dall'andamento favorevole di altre partite correnti. I miglioramenti più rilevanti nella bilancia commerciale hanno interessato gli scambi di prodotti agricoli e alimentari e di attrezzature industriali; nel conto delle partite invisibili i saldi dovuti ai redditi da capitali e ai servizi governativi hanno avuto un miglioramento di \$0,5 miliardi ciascuno. La diminuzione nell'attivo delle partite correnti della Francia è stata nel 1979 pressoché compensata da una riduzione, da \$3,9 a 1,5 miliardi, nel disavanzo dei movimenti di capitali. La variazione principale tra i due anni è stata quella prodottasi nei movimenti dei fondi bancari a breve termine, passati da un deflusso netto di \$3,2 miliardi nel 1978 a un afflusso netto di \$0,5 miliardi nel 1979. Ciò è stato in parte controbilanciato da un aumento nel deflusso netto di capitali a lungo termine, salito da \$1,9 a 3,9 miliardi. Il saldo per errori e omissioni è stato positivo per un ammontare di \$2,1 miliardi, e le attività monetarie ufficiali nette sono cresciute di \$2,1 miliardi, escludendo l'assegnazione di DSP.

Nel primo trimestre del 1980 il disavanzo destagionalizzato dell'interscambio mercantile è stato di \$3,5 miliardi sulla base dei dati doganali. Se lo si raffronta con il disavanzo di \$1,3 miliardi avutosi nell'ultimo trimestre del 1979, e con il valore medio trimestrale di \$0,7 miliardi per l'intero anno, esso indica che nelle partite correnti della Francia è emerso un consistente disavanzo. Tuttavia, vi sono stati afflussi di capitali e le riserve valutarie del paese hanno continuato a crescere.

L'eccedenza della bilancia delle partite correnti dell'*Italia* ha raggiunto nel 1979 i \$5,1 miliardi, pari a circa l'1,6% del prodotto nazionale lordo, ed è stata di \$1,1 miliardi inferiore a quella del 1978. Il saldo attivo dei servizi e dei trasferimenti unilaterali è passato da \$3,3 a 6,1 miliardi, ma questo miglioramento è stato sopravanzato da un movimento contrario nella bilancia commerciale; in particolare, il deficit per l'acquisto di petrolio (inclusi i costi di trasporto) è salito di \$3,2 miliardi, portandosi a \$11,9 miliardi. Nel 1979 si è registrato un disavanzo di \$1,7 miliardi nei movimenti di capitali. Nello stesso anno i crediti commerciali netti accordati dall'Italia sono ammontati a \$3,6 miliardi, ma vi sono stati afflussi netti di capitali attraverso il sistema bancario per un importo di \$1,3 miliardi, escludendo i crediti commerciali. La posizione monetaria ufficiale netta, tralasciando gli aggiustamenti di valutazione, è migliorata di \$3,5 miliardi. Di questo importo, \$2 miliardi sono stati impiegati per incrementare le riserve.

I dati doganali rivelano che su base destagionalizzata il disavanzo della bilancia commerciale è stato pari a \$4,3 miliardi nel primo trimestre del 1980 rispetto a un valore medio trimestrale di \$1,4 miliardi per il 1979, rendendo necessario un consistente finanziamento attraverso il sistema bancario.

La posizione di parte corrente dei *Paesi Bassi* è peggiorata nel 1979 per il terzo anno consecutivo e il disavanzo è cresciuto a \$2,3 miliardi, equivalenti all'1,5% del

prodotto nazionale lordo, rispetto a \$1,4 miliardi del 1978. Il passivo dell'interscambio mercantile è cresciuto solo di \$0,3 miliardi, nonostante l'aumento dei prezzi del petrolio; il peggioramento è stato più consistente nelle partite invisibili, dove il disavanzo derivante dal turismo è cresciuto di \$0,6 miliardi salendo a \$2,7 miliardi. Il deterioramento avutosi l'anno scorso nelle partite correnti è stato più che compensato da un aumento dell'eccedenza nei movimenti di capitali, passata da \$0,6 miliardi a \$2 miliardi. Questa variazione è dovuta soprattutto alla comparsa di un attivo di \$0,5 miliardi nei movimenti di capitali privati a lungo termine — per la prima volta dal 1971 — dopo un disavanzo di \$0,8 miliardi registrato nel 1978, e ad un afflusso di \$2,1 miliardi attraverso le banche, che segna un aumento di \$0,9 miliardi rispetto all'anno precedente. L'andamento dei movimenti di capitali è stato influenzato dall'elevato livello dei tassi di interesse olandesi e dalla soppressione di alcuni vincoli all'afflusso di fondi. Se si tiene conto del saldo per errori e omissioni, le attività monetarie ufficiali nette si sono ridotte di \$0,5 miliardi, escludendo le variazioni di valutazione e l'assegnazione di DSP.

Il finanziamento degli squilibri globali di parte corrente.

Nel 1979 l'aumento del prezzo del petrolio ed i conseguenti mutamenti nella struttura globale delle partite correnti, già descritti in precedenza in questo capitolo, hanno ampiamente accresciuto il volume del finanziamento esterno. Questa sezione considera dapprima il lato dell'eccedenza, esaminando il collocamento all'estero di fondi da parte dei paesi esportatori di petrolio, sia nel 1979 che nel periodo 1974-78. In seguito viene considerato il finanziamento dei disavanzi aggregati di parte corrente dei paesi importatori di petrolio, concentrandosi soprattutto sui paesi non appartenenti al Gruppo dei Dieci (compresa la Svizzera) per i quali vengono descritte, a partire dalla prima crisi petrolifera, le principali fonti di finanziamento esterno.

L'impiego delle eccedenze disponibili dei paesi esportatori di petrolio. Nella tabella seguente vengono riportati i dati disponibili sull'investimento delle eccedenze di parte corrente dei paesi petroliferi a partire dal 1974. Dopo quattro anni in cui le attività sull'estero a lungo termine di questi paesi erano cresciute più rapidamente degli investimenti a breve termine, nel 1979 la maggior parte delle disponibilità identificate a contropartita della loro eccedenza di \$63 miliardi è stata impiegata, come nel 1974, per accrescere i depositi bancari e per effettuare investimenti sul mercato monetario. Di fatto, durante il 1979 i tre quarti dell'incremento identificato delle attività sull'estero dei paesi esportatori di petrolio riguardavano collocamenti a breve termine, rispetto al 55% registratosi nel primo anno successivo ai rincari del petrolio del 1973. L'elevata quota dell'eccedenza del 1979 investita a breve termine può essere dovuta a due principali fattori: in primo luogo, il notevole aumento nell'avanzo stesso e la difficoltà nel trovare all'estero un immediato collocamento a lungo termine per un accresciuto volume di fondi, e, in secondo luogo, il rilevante aumento segnato nel 1979 dai tassi di interesse a breve termine nei principali centri finanziari. Infatti, non solo l'aumento delle attività sull'estero dei paesi petroliferi ha soprattutto assunto la forma di depositi presso le banche commerciali, ma per giunta sono addirittura diminuiti leggermente (di \$0,9 miliardi) gli investimenti in titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Le altre forme identificate di investimento a lungo termine hanno registrato nel complesso un aumento di \$13,8 miliardi. I prestiti alle istituzioni internazionali si sono

ridotti di \$0,4 miliardi in conseguenza del rimborso effettuato dai paesi importatori di petrolio dei prelievi fatti nel 1974 e nel 1975 sulla *oil facility* del FMI. Gli altri crediti a lungo termine – includendo sia gli investimenti diretti che quelli di portafoglio, con l'eccezione dei titoli di Stato degli Stati Uniti e del Regno Unito, nonché i crediti agevolati concessi ai paesi emergenti – sono cresciuti in modo rilevante, raggiungendo \$11,8 miliardi, livello quasi pari all'importo medio del periodo 1974-78.

Paesi esportatori di petrolio:
impiego delle eccedenze disponibili nel periodo 1974-79. Stime.

Voci	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1974-78
	miliardi di dollari USA						
Depositi bancari e impieghi sul mercato monetario:							
depositi in dollari negli Stati Uniti . . .	1,9	1,1	1,8	0,4	0,8	4,9	6,0
depositi in sterline nel Regno Unito . . .	1,7	0,2	1,4	0,3	0,2	1,4	1,0
depositi sui mercati eurovalutari . . .	22,8	9,1	12,1	10,6	3,0	31,2	57,6
buoni del Tesoro negli Stati Uniti e nel Regno Unito	4,8	0,6	1,0	1,1	0,8	3,4	2,5
Totale	31,2	11,0	11,5	10,2	3,2	40,9	67,1
Investimenti a lungo termine:							
accordi bilaterali speciali e altri investimenti	11,8	12,4	12,2	12,7	8,7	11,8	57,8
prestiti ad istituzioni internazionali . . .	3,5	4,0	2,0	0,3	0,1	0,4	9,9
titoli di Stato negli Stati Uniti e nel Regno Unito	1,1	2,2	4,1	4,5	1,8	0,9	10,1
altri ¹	8,7	6,1	8,5	5,8	3,3	2,4	32,4
Totale²	25,1	24,7	26,8	23,3	10,3	12,9	110,2
Totale nuovi investimenti . . .	56,3	35,7	38,3	33,5	13,5	53,9	177,3

¹ Comprende gli investimenti in azioni e in beni immobili negli Stati Uniti e nel Regno Unito e i prestiti in valuta estera.
² I valori totali di questa tabella non coincidono con i totali dell'eccedenza di parte corrente dei paesi dell'OPEC riportati nella tabella a pagina 87; la differenza fra le due serie di dati riflette essenzialmente la concessione di crediti commerciali e l'indebitamento all'estero dei paesi dell'OPEC.

Fonte: Banca d'Inghilterra.

Il finanziamento dei disavanzi correnti dei diversi gruppi di paesi importatori di petrolio. Nel 1979 per la seconda volta in epoca recente il Gruppo dei Dieci e la Svizzera sono incorsi in un ampio disavanzo aggregato delle partite correnti. Il primo consistente disavanzo era emerso nel 1974, ma per l'insieme del periodo 1974-78 si era registrata un'eccedenza cumulativa di \$20 miliardi. Benché nel 1979 sia cessato il tradizionale ruolo del Gruppo come fornitore netto di capitali agli altri paesi, è diventata più importante la sua funzione di intermediario finanziario tra i paesi dell'OPEC e i restanti paesi importatori di petrolio. Come già detto nella precedente sezione, il finanziamento dei disavanzi di parte corrente è stato sensibilmente differenziato nell'ambito del Gruppo dei Dieci, ma di per sé non ha presentato alcun problema. Il disavanzo aggregato delle partite correnti dei paesi del Gruppo è stato di \$23,5 miliardi, ma esso comprende anche alcune eccedenze, mentre il totale dei disavanzi di parte corrente (escludendo l'esiguo deficit degli Stati Uniti) è ammontato a \$32,3 miliardi. Se si considerano i movimenti di capitali, il totale dei disavanzi

complessivi di questi paesi è stato di \$16,9 miliardi. La maggior parte di questo passivo è stata coperta con prelievi sulle riserve, in particolare nel caso del Giappone. Inoltre, due paesi — Belgio e Svezia — hanno fatto ricorso in misura rilevante all'indebitamento ufficiale sull'estero.

Per i restanti paesi importatori di petrolio, la tabella seguente pone a confronto, per il 1979 e per il periodo 1974-78, i disavanzi di parte corrente, il finanziamento esterno identificato e le variazioni stimate nelle attività finanziarie sull'estero. Tuttavia, non sono disponibili i dati concernenti alcuni flussi di finanziamento relativamente minori, quali l'indebitamento verso le banche esterne all'area di rilevazione della BRI e verso settori non bancari, nonché i prestiti ricevuti da fonti monetarie ufficiali diverse dal FMI. E' probabile quindi che i crediti sull'estero siano cresciuti più di quanto appare nella tabella.

Nel 1979 al disavanzo aggregato di parte corrente — pari a \$14 miliardi — dei paesi sviluppati non appartenenti al Gruppo dei Dieci (ivi compresa la Svizzera) ha fatto riscontro un afflusso di capitali di ampiezza ancor maggiore, cosicché le riserve monetarie complessive di questi paesi (con l'oro valutato a prezzi costanti) sono cresciute di \$2 miliardi e le loro attività non ufficiali verso le banche commerciali dell'area di rilevazione della BRI sono aumentate di \$10 miliardi. Il finanziamento è provenuto principalmente dall'indebitamento di \$15 miliardi presso banche commerciali e da nuove emissioni di obbligazioni estere e internazionali per un valore di \$7 miliardi.

Nel gruppo dei paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio, l'afflusso totale di capitali nel corso del 1979 ha sopravanzato il disavanzo di parte corrente, pari a \$38 miliardi, cosicché le attività sull'estero di questi paesi sono aumentate di \$20 miliardi, di cui quasi la metà è andata ad accrescere le riserve ufficiali. L'afflusso identificato di fondi è complessivamente ammontato a \$58 miliardi, di cui due terzi provenienti da fonti di mercato, in particolare \$36 miliardi nella forma di nuovi crediti ottenuti presso banche commerciali comprese nell'area di rilevazione della BRI. Oltre i due terzi dei restanti \$20 miliardi sono rappresentati da prestiti ottenuti da fonti ufficiali diverse dal FMI.

L'afflusso di capitali verso i paesi importatori di petrolio non appartenenti al Gruppo dei Dieci (ivi compresa la Svizzera) ha presentato nel corso del 1979 la stessa fisionomia che nel periodo 1974-78. Durante questo quinquennio i paesi sviluppati non appartenenti al Gruppo dei Dieci hanno fatto fortemente ricorso all'indebitamento sui mercati finanziari che, con \$96 miliardi, ha coperto pressoché l'intero loro disavanzo di parte corrente e ha rappresentato quasi il 90% dell'indebitamento totale verso l'estero di tali paesi. I due terzi dell'indebitamento estero nei confronti dei mercati finanziari sono provenuti, durante questi cinque anni, da banche dichiaranti alla BRI e la parte residua dalle emissioni di obbligazioni. Si può aggiungere che il modesto aumento di \$8 miliardi nelle riserve ufficiali complessive di questi paesi durante il periodo 1974-78 ha comportato una notevole riduzione nel loro rapporto riserve-importazioni, passato dal 45% alla fine del 1973 a un livello inferiore al 30% cinque anni dopo.

Per l'insieme dei paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio, l'indebitamento sui mercati internazionali ha coperto circa l'85% dei disavanzi cumulativi di parte corrente registrati nel periodo 1974-78, una quota non di molto inferiore a quella dei paesi sviluppati non appartenenti al Gruppo dei Dieci (ivi compresa la Svizzera). In rapporto all'indebitamento esterno totale, tuttavia, i capitali

Paesi importatori di petrolio:
finanziamento del saldo delle partite correnti, nel 1974-78 e nel 1979. Stime.

Voci	Paesi sviluppati non appartenenti al Gruppo dei Dieci (ivi compresa la Svizzera)		Paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio			
			totale		quattro importanti paesi ¹	
	1974-78 ²	1979	1974-78 ²	1979	1974-78 ²	1979
miliardi di dollari USA						
Saldo delle partite correnti ³	- 99	- 14	-109	- 38	- 58	- 21
Finanziamento esterno identificato	118	26	172	58	74	22
Investimenti diretti, al netto	11	3	23	6	11	3
Indebitamento:						
verso banche dichiaranti alla BRI ⁴	63	15	85	36	50	17
mediante obbligazioni estere e internazionali ⁵	33	7	8	2	6	1
verso il FMI ⁶	4	- 1	4	0	1	0
verso altre fonti ufficiali ⁷	7	2	52	14	6	1
Acquisizione di attività sull'estero*						
(— = aumento)	- 19	- 12	- 63	- 20	- 16	- 1
di cui:						
Riserve ufficiali ⁸	- 8	- 2	- 38	- 9	- 9	2
Altre	- 11	- 10	- 25	- 11	- 7	- 3
Per memoria:						
Variazione dei depositi presso banche dichiaranti alla BRI ⁹	26	10	48	13	12	0

¹ Brasile, Messico, Corea, Filippine. ² Importi cumulativi. ³ Include i trasferimenti ufficiali. ⁴ Banche operanti nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera e filiali estere di banche degli Stati Uniti nell'area dei Caraibi e in Estremo Oriente. ⁵ Al lordo dei rimborsi. ⁶ Al netto dei rimborsi. ⁷ Aiuti ufficiali allo sviluppo e crediti ufficiali all'esportazione (al netto). ⁸ Saldo delle partite correnti meno finanziamento esterno identificato. ⁹ I dati del 1979 includono le assegnazioni di DSP.

ottenuti da fonti di mercato, pari al 62%, hanno svolto un ruolo molto meno importante, benché essi abbiano costituito ampiamente la più rilevante fonte singola di finanziamento.

Nell'ambito di questo gruppo di paesi, inoltre, vi è stato un evidente contrasto fra la struttura dell'afflusso di capitali verso quattro importanti paesi emergenti non esportatori di petrolio - Brasile, Messico, Corea e Filippine - e i restanti paesi del gruppo. Così, per questi quattro paesi l'indebitamento sul mercato ha coperto quasi interamente il disavanzo di parte corrente del periodo 1974-78 ed ha rappresentato allo stesso tempo circa il 75% del finanziamento esterno complessivo. Per l'insieme dei restanti paesi emergenti non esportatori di petrolio, l'indebitamento ufficiale, pari a \$49 miliardi, ha coperto quasi interamente il disavanzo delle partite correnti ed è stato superiore di un terzo al totale di \$37 miliardi presi a prestito sui mercati finanziari internazionali.

Tuttavia, l'aspetto forse più rilevante dei dati relativi al finanziamento esterno ottenuto nel periodo 1974-78 dai paesi emergenti non esportatori di petrolio è rappresentato dalla misura in cui esso ha sopravanzato i loro disavanzi complessivi di parte corrente, permettendo nel corso di questi cinque anni una crescita delle riserve ufficiali pari a \$38 miliardi, nonché l'aumento, per un importo stimato in \$25 miliardi,

delle attività non ufficiali verso il resto del mondo. Durante il periodo 1976-78, gli aumenti nelle riserve dei paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio sono stati mediamente di \$12 miliardi l'anno, cosicché, in contrasto con la situazione dei paesi sviluppati non appartenenti al Gruppo dei Dieci (ivi compresa la Svizzera), il rapporto fra le riserve e le importazioni globali, del 35% circa alla fine del 1978, era pressoché uguale a quello di cinque anni prima.

Considerando le prospettive, per il 1980 e gli anni successivi, del finanziamento dei disavanzi esterni dei paesi importatori di petrolio, sembra improbabile che i paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera potranno incorrere in problemi di finanziamento — in ogni caso fintantoché le loro politiche economiche interne saranno in generale volte, come avviene ora, a ridurre i tassi di inflazione, e fintantoché una parte rilevante dei disavanzi aggregati di parte corrente riguarderà la Germania, il Giappone e, come lasciano prevedere i dati del primo trimestre del 1980, gli Stati Uniti. Appare inoltre improbabile che la grande maggioranza dei paesi sviluppati non appartenenti al Gruppo dei Dieci possa incontrare difficoltà di finanziamento in un prossimo futuro — soprattutto in considerazione dell'aumento relativamente contenuto registrato nel 1979 dal loro disavanzo aggregato di parte corrente.

Nel 1979, tuttavia, oltre la metà della contropartita all'eccedenza dei paesi OPEC è costituita dal disavanzo dei paesi emergenti non esportatori di petrolio. Per di più, la diminuzione nel tasso di crescita economica che attualmente si prevede per i paesi sviluppati, benché possa comportare una riduzione nell'eccedenza globale dei paesi dell'OPEC, tenderà a trasferire una quota maggiore del corrispondente disavanzo a carico dei paesi in via di sviluppo non petroliferi.

Sebbene i paesi più poveri di tale gruppo ricorrano per lo più a fonti ufficiali per finanziare i propri disavanzi con l'estero, la tabella di pagina 106 rivela la misura in cui l'insieme dei paesi emergenti non esportatori di petrolio si è indebitata nel corso del periodo 1974-78 sui mercati finanziari internazionali, sia per coprire i propri disavanzi con l'estero sia, dopo il 1976, per accrescere le proprie riserve monetarie. Di conseguenza, la quota del loro debito esterno a medio termine, pubblico o garantito dallo Stato, verso creditori privati è cresciuta da un terzo nel 1973 a quasi la metà nel 1978. Qualora si tenesse conto anche dei debiti non garantiti a lungo termine del settore privato nonché dell'indebitamento a breve termine sull'estero, l'importanza relativa del debito verso creditori privati sarebbe ancora maggiore.

Ci si può domandare se questo accumularsi dell'indebitamento sul mercato significhi che l'insieme dei paesi emergenti non esportatori di petrolio avranno in futuro maggiori difficoltà nell'accedere al finanziamento esterno proveniente da queste fonti. Certamente non vi è ora alcuna carenza nella liquidità a disposizione del sistema bancario internazionale e sembra probabile che una parte consistente delle future eccedenze dei paesi dell'OPEC sarà collocata presso le banche. Queste, tuttavia, potrebbero essere meno disposte che in passato a espandere i propri crediti a quei paesi verso i quali la loro esposizione è cresciuta molto rapidamente a partire dal 1974, soprattutto se esse riuscissero a trovare consistenti sbocchi nel finanziamento di paesi industriali a più basso grado di rischio e con bilancia dei pagamenti in disavanzo. Inoltre, la valutazione da parte delle banche del rischio-paese senza dubbio è stata influenzata dalle tensioni politiche emerse alla fine del 1979. Più in generale, sorge il problema dei limiti che l'attuale loro base di capitale può porre alla futura crescita del credito bancario internazionale.

L'accesso dei paesi in via di sviluppo non esportatori di petrolio ad ulteriori finanziamenti bancari potrà quindi divenire alquanto meno agevole, benché ciò dipenda in misura rilevante dal fatto che siano sempre gli stessi paesi a indebitarsi presso il settore bancario, oppure che, con il tempo, i disavanzi si spostino da un paese all'altro. Ad ogni modo, vi sono attualmente cospicue linee di credito tuttora non utilizzate presso il Fondo monetario internazionale, in gran parte disponibili senza vincoli o soggette a limitate condizioni; esiste inoltre la prospettiva che l'aumento del 50% delle quote del Fondo deciso nel 1978 diventi effettivo nel corso di quest'anno.

In definitiva, per il 1980 il problema del fabbisogno di finanziamento dei paesi emergenti non esportatori di petrolio non pare insormontabile. In una prospettiva più lontana, quanto più a lungo l'eccedenza dei paesi dell'OPEC si manterrà agli attuali livelli, tanto più potranno emergere grossi problemi di finanziamento. Queste difficoltà potranno richiedere soluzioni ingegnose da parte delle autorità al fine di facilitare il movimento di fondi, attraverso canali sia privati che ufficiali, dai paesi eccedentari a quelli in disavanzo.

VI. I MERCATI INTERNAZIONALI DEL CREDITO E DEI CAPITALI.

Il 1979 ha segnato un periodo di intensa attività e di rapida espansione dei mercati finanziari internazionali. Il settore bancario internazionale ha svolto un ruolo centrale nel riciclaggio delle ampie eccedenze nuovamente registrate dai paesi OPEC, ed ha ulteriormente accresciuto la sua attività di credito nei confronti sia dei paesi in via di sviluppo sia di quelli industriali. Oltre ai capitali OPEC sono affluiti all'euromercato anche ingenti nuovi fondi provenienti dalla maggior parte dei gruppi di paesi importatori di petrolio. I tassi di interesse sulle eurovalute hanno rispecchiato la forte ascesa di quelli nei mercati finanziari nazionali, ma non vi è stata carenza di liquidità e per gran parte del 1979 le condizioni di accesso al credito, se si prescinde dai tassi di interesse, sono state ancor più favorevoli ai mutuatari di quanto lo fossero nel 1978. Tuttavia, verso la fine dell'anno l'ulteriore rincaro del petrolio, nonché gli eventi politici in Iran e in Afghanistan, hanno prodotto un mutamento nel clima del mercato. Le banche hanno mostrato una certa riluttanza ad accrescere la loro esposizione verso taluni gruppi di paesi. Nello stesso tempo, l'aumento senza precedenti dei tassi di interesse negli Stati Uniti e sull'eurodollaro, nonché la maggiore solidità della moneta americana, hanno avuto un effetto frenante nei confronti dei mutuatari. Di conseguenza, agli inizi del 1980 l'espansione dell'attività creditizia internazionale delle banche ha cominciato a manifestare i segni di un rallentamento.

Oltre a descrivere la successione di questi andamenti, il capitolo tratta del ruolo futuro del settore bancario internazionale nel riciclaggio delle eccedenze OPEC ed esamina le discussioni sui problemi attinenti all'attività bancaria internazionale svolte nel corso dell'anno dalle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera.

I principali andamenti.

Nel 1979 le attività sull'estero delle banche operanti nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Svizzera, Austria, Danimarca e Irlanda, nonché delle filiali di banche statunitensi nei centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente, si sono accresciute di \$218 miliardi, ossia del 24%, raggiungendo un totale di \$1.111 miliardi. Ancor maggiore è stato l'incremento delle passività, ammontato a \$264 miliardi, ovvero al 31%. Di conseguenza, le banche dichiaranti sono passate da una posizione creditoria netta sull'estero di \$36 miliardi ad una debitoria di \$10 miliardi, con uno spostamento di \$46 miliardi che ha rispecchiato l'ingente volume di fondi affluiti, per il tramite del sistema bancario, a taluni paesi industriali, tra cui gli Stati Uniti, la Germania e il Regno Unito.

Come di consueto, l'espansione delle posizioni lorde sull'estero delle banche risulta notevolmente gonfiata dal rideposito di fondi tra le stesse banche dichiaranti. Al netto di tali duplicazioni contabili, si può stimare che lo scorso anno il volume di nuovi fondi intermediati dal settore bancario internazionale sia ammontato a \$130 miliardi circa, a fronte di \$110 miliardi nel 1978. Tuttavia, queste cifre sottostimano l'accelerazione effettiva della crescita; mentre nel 1978 le variazioni di valutazione,

derivanti dal deprezzamento del dollaro, avevano contribuito per circa \$20 miliardi all'aumento nel valore in dollari delle posizioni delle banche in altre monete, le variazioni di cambio hanno influito per soli \$6 miliardi circa sull'espansione del 1979.

Sulla base delle cifre lorde, oltre il 75% della crescita nelle posizioni creditorie sull'estero nel 1979 va ascritto alle banche nei paesi europei dichiaranti, le cui attività sono aumentate del 27%. Particolarmente forte è stata anche l'espansione registrata dalle banche in Giappone, le cui attività sull'estero si sono accresciute del 35%. Per contro, il contributo delle banche operanti negli Stati Uniti e delle loro filiali nei centri *offshore* all'espansione del 1979, ammontato solo al 17,5%, è stato notevolmente

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 1979
	1977	1978	1979	
	miliardi di dollari USA			
Banche nei paesi europei dichiaranti ¹	+ 80,6	+ 145,2	+ 164,8	776,2
di cui in valuta estera (Euromercato)	+ 68,5	+ 117,2	+ 137,9	639,9
Banche in Canada e Giappone.	+ 0,8	+ 16,2	+ 15,0	71,0
Banche negli Stati Uniti	+ 11,5	+ 37,8	+ 17,1	136,0
Filiali di banche USA nei centri offshore ²	+ 16,2	+ 15,4	+ 21,2	127,7
Totale (tutte le banche dichiaranti)	+ 109,1	+ 214,6	+ 218,1	1.110,9
meno: duplicazioni contabili derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante	34,1	104,6	88,1	445,9
A = Incremento netto del credito bancario internazionale³	75,0	110,0	130,0	665,0
Emissioni di euroobbligazioni e di obbligazioni estere	36,1	37,3	37,1	.
meno: rimborsi e riacquisti	5,1 ⁴	8,3 ⁴	9,6 ⁴	.
B = Incremento netto del finanziamento internazionale mediante obbligazioni	31,0	29,0	27,5	.
A+B = Incremento del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni	106,0	139,0	157,5	.
meno: duplicazioni contabili ⁵	4,0	6,0	7,5	.
Incremento netto del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni	102,0	133,0	150,0	.

¹ Belgio, Lussemburgo, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera e Regno Unito e, dal 1978, Austria, Danimarca e Irlanda. ² Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ³ 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 mutuo fondi dalle banche dei centri finanziari al semplice fine di ridepositarli presso altre banche di questi centri; in secondo luogo, crediti verso banche entro l'area dichiarante, nella misura in cui queste convertono i fondi in moneta nazionale e/o li utilizzano per la concessione di crediti diretti in valuta a soggetti residenti non bancari; in terzo luogo, gran parte dei crediti in valuta verso le banche del paese di emissione della moneta di cui trattasi, per esempio crediti in dollari di banche a Londra verso banche negli Stati Uniti; anche in questo caso si ipotizza che le banche mutuarie raccolgano i fondi soprattutto per fini interni e non li riprestino ad altre banche dell'area dichiarante; viene fatta tuttavia una deduzione per i saldi operativi e voci analoghe. Mentre non può escludersi in queste stime il persistere in certa misura di duplicazioni contabili, occorre notare d'altra parte che le statistiche presentano lacune e che le cifre di cui si dispone attualmente non coprono il totale del credito bancario internazionale. ⁴ 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. ⁵ 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.

inferiore a quello degli anni precedenti. Ciò è imputabile al rallentamento della crescita delle attività sull'estero delle banche negli Stati Uniti (dal 41% nel 1978 al 14%). L'espansione nelle posizioni creditorie delle filiali estere delle banche statunitensi nei centri *offshore*, pur registrando un'accelerazione dal 17 al 20%, è tuttavia rimasta ben al di sotto del tasso di crescita registrato dalle banche europee dichiaranti.

L'importo di \$218 miliardi, dianzi riferito, cui è ammontata nel 1979 la crescita totale delle posizioni creditorie sull'estero, non misura appieno l'espansione dell'attività bancaria internazionale, in quanto non comprende né le operazioni *offshore* delle banche operanti nelle Bahrain, né quelle delle banche non statunitensi operanti nei centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente. Se si includono questi settori dell'attività bancaria internazionale, si può stimare che le attività sull'estero delle banche siano complessivamente aumentate di \$240 miliardi circa, portando il totale in essere a circa \$1.200 miliardi. Tuttavia, per mancanza di una adeguata scomposizione geografica e per monete, relativamente a questi dati più generali, le cifre riportate nel seguito del capitolo si riferiscono solo all'area di riferimento più ristretta.

Lo scorso anno il totale delle emissioni obbligazionarie internazionali, comprese quelle estere sui mercati nazionali, è ammontato a \$37 miliardi, rimanendo pressoché invariato rispetto al 1978. Tuttavia, tenendo conto dei rimborsi e delle obbligazioni acquisite dalle banche, il flusso diretto di nuovi fondi non bancari a questo mercato è diminuito di \$3 miliardi rispetto al 1978. Considerando congiuntamente gli impieghi bancari ed il volume netto di nuove emissioni, ma escludendo le duplicazioni contabili, si può stimare che il nuovo credito intermediato dai mercati finanziari internazionali sia complessivamente ammontato a \$150 miliardi, con un aumento del 13% rispetto al 1978.

I fattori fondamentali.

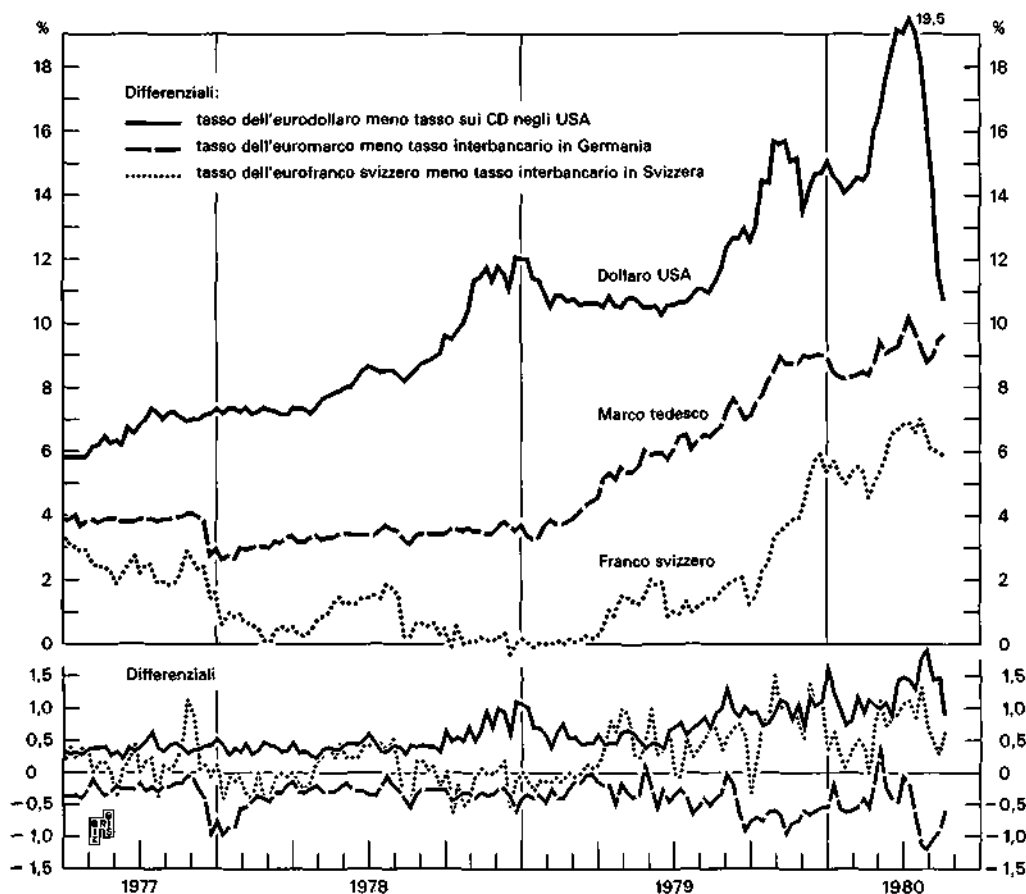
Nonostante i livelli molto più elevati dei tassi di interesse e l'ulteriore forte espansione nel volume delle operazioni, per gran parte del 1979 le condizioni del credito sul mercato bancario internazionale hanno continuato ad essere distese. E' proseguita l'intensa concorrenza tra le banche alla ricerca di nuovi impieghi, i margini di intermediazione sono stati ulteriormente compressi e le scadenze si sono allungate. Tutto ciò induce a ritenere che le banche abbiano continuato a disporre di fondi abbondanti e che gli impulsi espansivi non siano provenuti solo dal lato della domanda, ma anche, ed in ampia misura, dal lato delle fonti del mercato creditizio internazionale. Ci si può chiedere quali siano stati i principali fattori dal lato dell'offerta che hanno contribuito a mantenere un così massiccio flusso di nuovi fondi al settore bancario internazionale, in una fase in cui sui principali mercati finanziari nazionali i tassi di interesse stavano rapidamente salendo.

Il fattore più significativo è costituito dalla ricomparsa di un'ampia eccedenza OPEC, in gran parte affluita alle banche operanti sui mercati internazionali. Di conseguenza, i nuovi depositi identificati dei paesi esportatori di petrolio presso il settore bancario internazionale sono balzati da soli \$6 miliardi nel 1978 a \$38 miliardi nel 1979.

Il secondo fattore è che per la maggior parte del 1979 l'ascesa dei tassi di interesse sui mercati nazionali ha rispecchiato prevalentemente l'accelerazione dell'inflazione piuttosto che una carenza di liquidità e di credito. E' pertanto continuato un massiccio

Tassi interbancari a tre mesi sui depositi in eurovalute e differenziali rispetto ai tassi interni.

Dati di metà settimana, in percentuale.



N° 2176

flusso di fondi bancari e non bancari dai paesi industriali verso il settore bancario internazionale. In effetti, il più alto livello dei tassi di interesse nominali, amplificando l'incidenza reale, in termini di costo, degli obblighi di riserva vigenti nei mercati nazionali del credito, ha rafforzato il vantaggio competitivo dell'euromercato, esente invece da tali vincoli di riserva. Ciò vale in particolare per il settore del dollaro, in quanto nel novembre 1978 era stata elevata dal 6 all'8% la riserva obbligatoria applicata negli Stati Uniti sui certificati di deposito di elevato importo denominati in dollari e con scadenza originaria inferiore a sei mesi. Pertanto, il maggior premio che le banche potevano offrire sui depositi in eurodollari rispetto ai depositi negli Stati Uniti ha attratto i fondi di residenti americani, cosicché nel 1979 i depositi di soggetti non bancari degli Stati Uniti presso banche all'estero sono aumentati di \$ 17 miliardi, cioè del 57%. L'imposizione di un obbligo di riserva supplementare dell'8% sugli incrementi delle passività "amministrate" delle banche operanti negli Stati Uniti, decisa dalla Federal Reserve nell'ottobre 1979, ha ulteriormente rafforzato il vantaggio competitivo dell'euromercato nella raccolta di fondi non bancari. Per i residenti non statunitensi l'attrattiva dei depositi in eurodollari è stata accentuata dall'effetto congiunto del livello assoluto molto più elevato dei tassi di interesse nominali del dollaro e del miglior andamento della moneta americana sui mercati dei cambi.

Un altro fattore che ha agito soprattutto nella seconda metà dell'anno è stato l'influsso negativo esercitato sui mercati dei capitali a lungo termine dai crescenti tassi di inflazione, nonché l'ingente premio dei tassi di interesse a breve sui rendimenti obbligazionari a lungo termine. Questi fattori hanno influito nel senso di dirottare i fondi dai mercati obbligazionari nazionali ed internazionali verso il settore bancario internazionale.

Un altro fattore espansivo dal lato dell'offerta di fondi bancari internazionali è stato l'ulteriore aumento nel 1979 delle riserve di numerosi paesi importatori di petrolio che hanno depositato una parte cospicua di esse sull'euromercato. Lo scorso anno i depositi ufficiali identificati presso le banche (escluse quelle negli Stati Uniti) sono complessivamente aumentati di \$ 35 miliardi, un importo quasi triplo rispetto a quello del 1978, e questo ingente aumento ha tratto ovviamente origine in gran parte dall'eccedenza dei paesi OPEC.

Infine, e nonostante il rafforzamento della domanda interna di credito, l'offerta di fondi bancari internazionali ha continuato ad essere influenzata dal desiderio delle maggiori banche nei paesi industriali di espandere le loro operazioni internazionali, specie attraverso le affiliate nei principali centri dell'euromercato. Ciò vale, in particolar modo, per le banche a capitale giapponese ed europeo, mentre è diminuita la partecipazione delle banche statunitensi all'attività creditizia internazionale. L'euromercato, in virtù delle dimensioni medio-grandi delle operazioni, dei bassi costi unitari e della posizione di privilegio quanto alla normativa, viene tuttora considerato molto attrattivo dalle banche, nonostante i ristretti margini di intermediazione ottenibili sul mercato dei prestiti consorziati. Inoltre, le commissioni liquidate all'atto della negoziazione dei prestiti ed il pagamento di tassi inferiori al LIBOR ai depositanti non bancari hanno certamente dato luogo a margini più elevati di quanto non appaia dai dati pubblicati. Si aggiunga che l'esperienza relativamente positiva che le banche hanno avuto negli ultimi anni quanto alle perdite per crediti inesigibili può averle indotte a valutare in misura ridotta il rischio comportato dalle operazioni creditizie internazionali.

Dal lato degli impieghi del mercato internazionale del credito bancario, due distinti andamenti sono emersi lo scorso anno: l'ingente fabbisogno di finanziamento delle bilance dei pagamenti della maggior parte dei gruppi di paesi importatori di petrolio, derivante sia dalla ricomparsa di una cospicua eccedenza OPEC, sia dall'eliminazione del disavanzo corrente degli Stati Uniti; ed il massiccio ricorso delle banche statunitensi all'euromercato. La situazione aggregata delle partite correnti dei paesi del Gruppo dei Dieci (esclusi gli Stati Uniti) e della Svizzera, è passata da un'eccedenza di \$ 34 miliardi nel 1978 ad un disavanzo di \$ 23 miliardi lo scorso anno; il saldo passivo di parte corrente dei paesi in via di sviluppo non petroliferi si è ampliato di \$ 13 miliardi, salendo a \$ 38 miliardi circa e quello dei paesi sviluppati al di fuori del Gruppo dei Dieci di \$ 2 miliardi, portandosi a circa \$ 14 miliardi. Una parte rilevante di questi disavanzi è stata finanziata attraverso l'indebitamento sull'euromercato. Nel caso dei paesi industriali la maggior parte di questo finanziamento delle partite correnti non è passata attraverso il settore ufficiale, ma ha assunto la forma di indebitamento dei settori privati bancario e non bancario. Un incentivo a tale indebitamento privato è provenuto dall'irrigidimento delle politiche monetarie reso possibile o persino opportuno dal forte deterioramento delle bilance dei pagamenti di gran parte dei paesi industriali.

Negli Stati Uniti, il solo importante paese industriale ad aver conseguito un forte miglioramento della bilancia delle partite correnti nel 1979, i mutuatari hanno continuato a considerare vantaggioso il ricorso all'euromercato. Poiché per la maggior parte dell'anno il premio dei tassi degli eurodepositi sui corrispondenti tassi del mercato statunitense non ha pienamente rispecchiato il minor costo dell'euromercato derivante dall'assenza di obblighi di riserva, per le banche negli Stati Uniti è risultato più economico raccogliere fondi sull'euromercato piuttosto che mediante l'emissione di certificati di deposito sul mercato interno. Per effetto di questa configurazione dei tassi di interesse, lo scorso anno le banche negli Stati Uniti hanno esse stesse fatto ampio ricorso ai fondi eurovalutari, con un aumento di oltre \$ 30 miliardi nelle loro passività verso le banche all'estero. In tal guisa, i fondi collocati all'estero dal settore bancario statunitense sono riaffluiti negli Stati Uniti prevalentemente sotto forma di flussi interbancari. In aggiunta, le imprese non bancarie negli Stati Uniti hanno attinto \$ 5,5 miliardi circa di nuovi fondi dalle banche dichiaranti degli altri paesi e, soprattutto nel quarto trimestre dell'anno, potrebbero aver raccolto un rilevante volume di fondi eurovalutari non identificati per il tramite delle loro affiliate all'estero.

Un terzo fattore che nel 1979 ha contribuito a sostenere la domanda di credito bancario internazionale è stata la relativa solidità dell'economia mondiale che ha implicato, specie in termini di valore, una continua e forte espansione degli investimenti, dell'interscambio e delle connesse esigenze di finanziamento. Ad esempio, nel quarto trimestre dello scorso anno le esportazioni mondiali, in dollari correnti, registravano un aumento del 30% rispetto al corrispondente trimestre del 1978.

Infine, e parzialmente in virtù dei costanti sforzi delle banche per espandere la loro attività creditizia internazionale, diversi paesi si sono nuovamente indebitati al fine di accrescere le loro riserve ufficiali. L'elevato livello dei tassi di interesse del dollaro non ha costituito un importante fattore inibente per questo tipo di indebitamento in quanto, nella misura in cui i proventi venivano ridepositati sull'euromercato, il costo del finanziamento di queste acquisizioni di riserve era essenzialmente limitato ai margini di intermediazione delle banche.

Per quanto concerne l'incidenza relativa della domanda e dell'offerta sull'espansione registrata lo scorso anno nell'attività bancaria internazionale, diversi fattori lasciano supporre l'esistenza di una situazione di eccesso *ex-ante* dell'offerta sulla domanda e di un mercato ancora più favorevole ai mutuatari di quello esistente nel 1977 e 1978. Sul mercato dei prestiti consorziati, le scadenze hanno manifestato la tendenza ad allungarsi, mentre i differenziali hanno continuato mediamente a ridursi. Per i mutuatari dei paesi OCSE, i margini applicati si sono ridotti da una media di 0,7% circa nell'ultimo trimestre del 1978 allo 0,5% alla fine dell'autunno del 1979, e i margini a carico dei mutuatari di altri paesi occidentali sono calati dall'1,05 allo 0,75%. Negli ultimi mesi dello scorso anno alcune istituzioni pubbliche hanno persino ottenuto prestiti con margini non superiori allo 0,375%. Non è facile stabilire le cause di questa evoluzione. E' possibile che i fattori che incidono sull'offerta di nuovi fondi al mercato siano stati determinati, in misura maggiore di quelli che influiscono sulla domanda di nuovi prestiti bancari, da sviluppi esterni al mercato stesso, mentre le banche nei paesi industriali hanno agito da utilizzatori residuali di fondi. Al tempo stesso, l'ingente volume di capitali affluiti dal mercato a diversi paesi industriali è stato indotto, almeno in parte, dagli andamenti interni di questi paesi, tra cui le esigenze di finanziamento delle bilance dei pagamenti e le più severe condizioni monetarie.

Tanto il ritmo di crescita delle operazioni internazionali, quanto le condizioni improntate ad un relativo ottimismo che le hanno contraddistinte, hanno suscitato crescenti preoccupazioni circa i rischi connessi all'esposizione delle banche sul piano internazionale e talune implicazioni a livello macro-economico. In ottobre le autorità giapponesi hanno praticamente bloccato la partecipazione ai crediti consorziati delle banche giapponesi e delle rispettive filiali all'estero, ed anche le autorità di altri paesi del Gruppo dei Dieci hanno cominciato a considerare i modi per introdurre più rigorosi criteri di cautela e di ritegno nella politica seguita dalle banche nella concessione di crediti internazionali.

Peraltro, negli ultimi due mesi del 1979 ed agli inizi del 1980 sono stati gli stessi sviluppi economici e politici mondiali a produrre un certo adeguamento nella politica creditizia delle banche. L'aumento sorprendentemente elevato del prezzo del petrolio e le connesse probabili implicazioni di bilancia dei pagamenti hanno suscitato crescenti dubbi sulla futura capacità di certi gruppi di paesi di mantenere la loro solvibilità esterna. Inoltre, gli eventi in Iran, le contromisure finanziarie statunitensi e gli avvenimenti in Afghanistan hanno posto in rilievo l'incidenza di fattori politici imponderabili ed hanno generato nuovi elementi di incertezza.

Di conseguenza, le banche si sono fatte più prudenti nel concedere prestiti a taluni gruppi di paesi. Nei confronti di questi mutuatari le scadenze hanno iniziato ad accorciarsi e al tempo stesso si sono gradualmente ampliati i margini. Inoltre, le banche minori hanno cominciato ad astenersi dal concedere nuovi prestiti a questi paesi ed è diventato sempre più difficile trovare un'ampia base di partecipazione ai prestiti consorziati. Ciò ha dato origine a nuove forme nell'attività di credito, come ad esempio "i prestiti di club" in cui gruppi ristretti di grandi banche si accollano l'intera operazione con un conseguente restringimento del numero dei mutuatari.

In pari tempo, le banche hanno continuato a disporre di una forte liquidità e, di riflesso alle incertezze circa i tassi di interesse, l'inflazione e la situazione politica internazionale, hanno ricevuto ingenti depositi a breve termine. Specie alle banche non statunitensi è affluita dai paesi esportatori di petrolio una grande quantità di fondi, sui quali esse, in considerazione della propria crescente dipendenza da questo gruppo di depositanti, sono diventate sempre meno disposte a corrispondere tassi vicini al LIBOR. Questa persistenza di un'ampia disponibilità di nuovi fondi, insieme alla riluttanza a concedere prestiti a taluni gruppi di paesi, ha spronato le banche alla ricerca di nuovi impieghi nei paesi industriali, dando origine ad una sorta di doppio mercato. Nonostante il peggioramento delle prospettive economiche mondiali, i mutuatari in questi ultimi paesi non hanno quindi incontrato difficoltà ad ottenere ulteriori finanziamenti dal settore bancario internazionale a condizioni assai favorevoli.

Questa situazione si è inoltre complicata in seguito agli sviluppi monetari negli Stati Uniti, dove i provvedimenti varati nell'ottobre 1979 dalla Federal Reserve hanno segnato sotto certi aspetti un punto di svolta nell'indirizzo di politica monetaria delle autorità statunitensi. I tassi di interesse del dollaro hanno cominciato a superare sensibilmente i tassi di inflazione negli Stati Uniti e, soprattutto dopo l'ulteriore impennata in febbraio, ha cominciato a farsi realmente sentire la loro incidenza. La comparsa di un forte costo reale di interessi ha comportato un più alto grado di selettività da parte dei mutuatari. A differenza dei privati sui mercati nazionali, i paesi che si indebitano per esigenze di finanziamento delle bilance dei pagamenti non hanno debiti di imposta da cui possano detrarre gli esborsi in conto interessi. Inoltre, la maggiore solidità del dollaro sui mercati dei cambi ha accresciuto il costo potenziale

dell'indebitamento in questa moneta. Di conseguenza, i mutuatari hanno manifestato la tendenza ad astenersi temporaneamente dal mercato in attesa di condizioni più favorevoli, e ciò può contribuire a spiegare la ragione per cui le banche hanno ampliato soltanto gradatamente e con esitazione i margini applicati a taluni gruppi di paesi mutuatari, nonostante il sostanziale mutamento nella valutazione dei rischi. D'altra parte, la concomitanza di un elevatissimo livello dei tassi di interesse del dollaro e della solidità di questa moneta sui mercati dei cambi ha contribuito ad incoraggiare l'indebitamento in altre eurovalute, come già avvenuto in talune occasioni nel corso del 1979.

Tuttavia, durante l'aprile 1980 la brusca inversione di tendenza dei tassi di interesse del dollaro — i saggi sugli eurodepositi a tre mesi sono calati dal 19,5% ai primi di aprile a meno del 10% circa nella seconda metà di maggio — ha introdotto un elemento di novità nella situazione del mercato. E' probabile che questo ritorno a livelli relativamente moderati dei tassi di interesse del dollaro ed il contemporaneo indebolimento della moneta statunitense sui mercati dei cambi accrescano l'interesse dei mutuatari per il mercato dell'eurocredito a medio e lungo termine. Date le condizioni di assai minore ricettività del mercato rispetto al 1979, resta tuttavia da vedere se tutti i gruppi di mutuatari saranno in grado di ottenere finanziamenti su vasta scala senza subire un significativo inasprimento delle condizioni del credito.

Il ruolo del settore bancario internazionale nel riciclaggio delle eccedenze OPEC.

Come detto in precedenza, la ricomparsa nel 1979 dell'eccedenza dei pagamenti OPEC ha condotto a una ripresa su vasta scala delle operazioni di riciclaggio da parte del settore bancario internazionale. Sebbene verso la fine dello scorso anno le banche abbiano iniziato a mostrare una certa esitazione nel concedere prestiti a taluni gruppi di paesi, è abbastanza probabile che nel prossimo futuro il finanziamento dei disavanzi di bilancia dei pagamenti indotti dal rincaro del petrolio non dia adito a gravi problemi. In primo luogo, negli ultimi anni numerosi paesi in via di sviluppo non petroliferi sono stati in grado, per lo più con il contributo del credito bancario internazionale, di migliorare decisamente le loro posizioni di riserva lorde e potrebbero quindi impiegare parte di queste attività per fronteggiare le esigenze dei loro pagamenti correnti. Inoltre, questi paesi hanno accumulato ingenti linee di credito inutilizzate presso il settore bancario internazionale sulle quali potrebbero effettuare prelievi. Ed infine, non avendo fatto sostanzialmente ricorso al credito del FMI in anni recenti, essi sono potenzialmente in grado di ottenere cospicui finanziamenti da questa istituzione.

D'altra parte, queste fonti di finanziamento possono offrire solo un aiuto temporaneo, soprattutto in quanto per taluni paesi le riserve, ed in certa misura anche le linee di credito inutilizzate presso il FMI, rappresentano una sorta di garanzia a fronte del loro indebitamento sul mercato internazionale del credito, e quindi non potrebbero essere ridotte in maniera consistente senza pregiudicare l'affidabilità di questi paesi. Per giunta, i paesi al di fuori del Gruppo dei Dieci detengono una parte rilevante delle loro riserve presso le banche operanti sull'euromercato ed il prelievo di tali riserve avrebbe l'effetto sia di ridurre la base dei depositi delle stesse eurobanche, sia di accrescere la posizione debitoria netta di questi paesi nei confronti del settore bancario internazionale.

In un futuro meno prossimo, vi sono diverse ragioni per ritenere che il riciclaggio per il tramite del settore bancario internazionale possa risultare più difficile di quanto lo

sia stato dopo gli incrementi di prezzo del petrolio nel 1973. Ancora una volta è destinato a crearsi un notevole sfasamento, sia geografico sia nelle scadenze, tra il collocamento delle eccedenze OPEC e le esigenze di finanziamento dei paesi importatori di petrolio. E' probabile che i flussi di fondi OPEC si concentrino in ampia misura su un numero relativamente esiguo di paesi industriali con mercati finanziari ben sviluppati, mentre i disavanzi riguarderanno un gruppo molto più ampio di paesi, tra cui numerose economie in via di sviluppo. Per giunta, in considerazione delle incerte prospettive circa l'inflazione, l'economia mondiale e la situazione politica in generale, i paesi esportatori di petrolio potrebbero preferire detenere un'ampia parte delle loro disponibilità sotto forma di impieghi relativamente liquidi e a breve termine, mentre le esigenze di finanziamento dei paesi importatori di petrolio saranno fundamentalmente a lungo termine.

La ragione più importante per cui questa volta le banche potrebbero trovarsi in una posizione meno favorevole per fronteggiare questo duplice problema di trasformazione è connessa alla possibile persistenza delle eccedenze OPEC. Mentre dopo la crisi petrolifera del 1974 i saldi attivi dei paesi OPEC si erano dimezzati nell'arco di un solo anno, riducendosi a dimensioni abbastanza tollerabili, questa volta le eccedenze sembrano destinate a mantenersi più a lungo a livelli elevati. Dal punto di vista dei sani criteri di gestione bancaria, il finanziamento di un persistente disavanzo nei pagamenti è altra cosa rispetto a quello di un disavanzo temporaneo, soprattutto se il maggior volume di fondi mutuati non si traduce in maggiori investimenti interni e nello sviluppo economico dei paesi mutuatari. Il clima turbato dell'economia mondiale in generale, e le più incerte prospettive politiche a seguito degli eventi in Iran ed in Afghanistan, potrebbero altresì indurre le banche ad assumere una posizione più cauta nelle loro future politiche creditizie.

La seconda ragione per cui il riciclaggio potrebbe risultare più difficile in questa occasione è che, diversamente dal 1974, quando presentavano bilanci relativamente non oberati, le banche sono ora già pesantemente esposte al rischio verso il Terzo Mondo. Esse potrebbero quindi avere un più ristretto margine di manovra nell'accrescere la loro esposizione internazionale più rapidamente dei totali di bilancio. Per converso, dal 1974 per alcuni gruppi di paesi gli oneri dell'indebitamento verso i mercati finanziari internazionali sono fortemente aumentati, e ciò non ha certo contribuito a migliorare la loro affidabilità finanziaria.

In terzo luogo, gli elevati tassi di inflazione interna, la debolezza dei mercati azionari e la rapida espansione delle operazioni bancarie internazionali hanno avuto l'effetto di condurre ad un'ulteriore tensione i quozienti finanziari di talune banche. Di conseguenza, dal punto di vista della dotazione di mezzi propri, queste banche potrebbero risultare più vulnerabili e disporre di un minor margine di manovra che nel 1974. Un ulteriore vincolo che, dopo la rapida espansione dei depositi OPEC nella seconda metà dello scorso anno e nei primi mesi del 1980 sembra già esercitare i suoi effetti, è la riluttanza delle banche a dipendere eccessivamente da un singolo gruppo di depositanti per quanto concerne la provvista di fondi.

Il dibattito fra le banche centrali sui problemi dell'attività bancaria internazionale.

La rapida espansione delle operazioni internazionali delle banche negli ultimi anni, e segnatamente della loro attività sull'euromercato, ha indotto le banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera ad esaminare, nell'estate del 1979, se tale

evoluzione dia adito a problemi che richiedano un intervento correttivo sia da parte di singoli paesi sia su base concordata a livello internazionale. Il dibattito si è imperniato su tre principali punti: gli effetti macro-economici mondiali dell'espansione nell'attività bancaria internazionale; le sue ripercussioni sulla capacità delle autorità nazionali di controllare la liquidità nelle rispettive economie; ed i problemi di natura prudenziale posti dall'espansione delle operazioni internazionali delle banche, comprese le loro filiali ed affiliate all'estero.

Per quanto concerne il primo punto, si tratta essenzialmente di stabilire se l'espansione dell'attività bancaria internazionale abbia concretamente contribuito al processo inflazionistico mondiale. Questo quesito presenta diversi aspetti. In primo luogo, la crescita del credito bancario internazionale, che negli ultimi anni è stata molto più rapida di quella dell'attività creditizia delle banche sui mercati interni dei principali paesi industriali. In secondo luogo, l'espansione degli eurodepositi di soggetti non bancari che, non figurando tra gli aggregati monetari nazionali, sfuggono al controllo diretto delle autorità monetarie. In terzo luogo, l'ordine di grandezza dei crediti concessi dalle banche sia per soddisfare le esigenze di finanziamento dei paesi con disavanzo di bilancia dei pagamenti sia, in taluni casi, per consentire ad essi di accrescere le loro riserve valutarie. Ci si domanda se questi crediti abbiano permesso ai paesi mutuatari di differire l'attuazione delle necessarie politiche di aggiustamento, ed in particolare di adeguate misure antinflazionistiche, con un conseguente travaso di inflazione ai paesi che praticano politiche maggiormente orientate alla stabilità, e se questi stessi crediti abbiano altresì contribuito ad una eccessiva espansione delle riserve valutarie globali.

Nel valutare l'eventuale impatto inflazionistico complessivo di tale evoluzione è necessario tener presenti diversi altri aspetti. Innanzitutto, l'attuale volume dei depositi non bancari sull'euromercato, pur essendo aumentato rapidamente, è tuttora assai modesto in rapporto al totale delle attività liquide mondiali. Inoltre, la questione se i crediti bancari internazionali abbiano avuto un generale influsso inflazionistico sull'economia mondiale può essere affrontata solo alla luce dell'uso cui vengono destinati tali crediti e della generale situazione economica del momento, e non tenendo conto unicamente del loro tasso di crescita in quanto tale. E' incontestabile che negli anni immediatamente successivi agli incrementi di prezzo del petrolio del 1973 il sistema bancario internazionale ha svolto un ruolo essenziale nel riciclaggio delle eccedenze OPEC. Inoltre, nel periodo successivo al 1976, durante il quale i crediti bancari erano anche serviti ad accrescere le riserve valutarie di diversi paesi importatori di petrolio, compresi alcuni che presentavano ancora disavanzi di parte corrente, ciò avveniva in un contesto in cui le riserve di questi paesi permanevano a livelli che, valutati in rapporto alle loro importazioni, risultavano molto inferiori a quelli dei primi anni settanta. Negli anni recenti non vi è mai stata una situazione di generale abbondanza di riserve nell'ambito delle economie importatrici di petrolio.

Un altro aspetto degli effetti macro-economici sul piano mondiale dell'attività bancaria internazionale concerne il ruolo da essa svolto nella conversione in altre valute di disponibilità in dollari, specie durante le crisi attraversate da questa moneta nel 1977 e 1978, e nel consentire a vari paesi di detenere ingenti riserve in monete diverse dal dollaro. Indubbiamente, l'euromercato rappresenta un valido strumento sia per tale conversione di fondi sia per la detenzione di saldi in marchi tedeschi, in franchi svizzeri ed in altre monete diverse dal dollaro. Tuttavia, i dati statistici non provano in modo concludente che l'euromercato abbia svolto un importante ruolo nella conversione di

fondi in diverse monete; né si può individuare nell'esistenza dell'euromercato la causa sostanziale dell'instabilità dei cambi e della diversificazione per monete delle riserve valutarie.

Va detto che probabilmente nessun giudizio globale sugli effetti macro-economici dell'attività bancaria internazionale ha una validità duratura, in considerazione delle mutevoli circostanze in cui operano le banche. Un esempio lampante lo offrono i mutamenti intervenuti nella situazione economica mondiale — soprattutto la ricomparsa di una cospicua eccedenza nelle bilance dei pagamenti dei paesi OPEC, la sostanziale eliminazione del disavanzo di parte corrente negli Stati Uniti e l'emergere di ampi disavanzi correnti in Germania e in Giappone — durante il periodo in cui le banche centrali dibattevano questi problemi.

Per quanto concerne i nessi tra il sistema bancario internazionale e l'efficacia delle politiche di controllo monetario nei singoli paesi, l'euromercato, facilitando i movimenti internazionali di fondi, ha agito nel senso di ridurre l'autonomia delle politiche monetarie interne. Alcuni paesi ritengono di poter limitare gli ostacoli frapposti dal mercato alla loro libertà di azione in questo campo, sia applicando restrizioni ai movimenti di fondi con i restanti paesi del mondo, sia impiegando una politica flessibile del tasso di cambio. Peraltro, la situazione è ben diversa in quei paesi in cui non esistono restrizioni ai movimenti di fondi, le cui monete sono impiegate su vasta scala nell'euromercato ed in cui l'impiego della riserva obbligatoria infruttifera a fronte dei depositi bancari come strumento di politica monetaria pone il sistema bancario interno in una situazione di svantaggio in termini di costo rispetto all'euromercato. In questi paesi i residenti, usufruendo del settore dell'euromercato riguardante la propria moneta, potrebbero riuscire ad eludere parzialmente i vincoli monetari interni nei periodi di politica restrittiva, senza incorrere in rischi di cambio. Attualmente un simile fenomeno potrebbe verificarsi soprattutto in Germania e negli Stati Uniti, sebbene sia possibile che anche altri paesi debbano fronteggiare in futuro un problema analogo.

Per quanto riguarda il terzo tema in discussione, vi è generale concordanza di vedute sul fatto che la rapida espansione delle operazioni internazionali delle banche ha sollevato numerose questioni connesse alla gestione del rischio. Esse riguardano: l'esercizio di un efficace controllo dei rischi a cui si espongono le filiali estere delle banche, soprattutto allorché le autorità del paese in cui ha sede la case-madre non esercitano la vigilanza sulle banche in base a conti pienamente consolidati e quando i sistemi di vigilanza dei paesi in cui operano le filiali sono inadeguati; la maggiore esposizione delle banche nei confronti di paesi esteri ed in particolare verso alcuni paesi in via di sviluppo pesantemente indebitati con l'estero; infine, le condizioni di mercato favorevoli ai mutuatari che hanno caratterizzato l'attività bancaria internazionale dal 1976 sin verso la fine del 1979, con simultanea compressione dei margini di intermediazione delle banche ed allungamento della scadenza media dei loro crediti, hanno indebolito il rapporto fra mezzi propri e impieghi di talune banche ed hanno aumentato il grado di trasformazione delle scadenze. Per giunta, in seguito all'esperienza relativamente favorevole che il sistema bancario internazionale ha avuto negli ultimi anni per quanto concerne le perdite per crediti inesigibili, alcune banche possono aver finito con il sottovalutare i rischi relativi a questo settore di attività, almeno fino agli eventi dello scorso anno in Iran.

L'esito di queste discussioni è stato sintetizzato nel comunicato-stampa rilasciato dai Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera

nell'aprile di quest'anno. Riconoscendo l'importanza di salvaguardare l'integrità del sistema bancario internazionale e di evitare che la sua attività futura possa esercitare effetti indesiderati sia sull'economia mondiale nel complesso sia sui singoli paesi, i Governatori sono pervenuti a tre principali conclusioni. In primo luogo, essi hanno deciso di potenziare i sistemi di regolare segnalazione degli effetti economici esercitati, sia a livello mondiale sia sui singoli paesi, dall'attività bancaria internazionale. Queste nuove intese dovranno consentire alle banche centrali di valutare la portata delle operazioni bancarie internazionali alla luce delle mutevoli circostanze, ed offrire il quadro istituzionale per vagliare quegli interventi concertati sulle politiche monetarie interne che possano risultare opportuni sulla base di tali valutazioni.

In secondo luogo, i Governatori hanno dato importanza prioritaria alla necessità di rendere pienamente operative talune iniziative precedenti intese a migliorare la vigilanza sull'attività bancaria internazionale. Queste concernono, in particolare, l'impiego di conti consolidati come base per la vigilanza bancaria, il controllo sulle procedure di valutazione del rischio-paese delle banche e sulla trasformazione delle scadenze. L'importanza che i Governatori annettono alla componente di rischio nell'attività bancaria internazionale riflette due considerazioni: l'ulteriore aumento del volume del credito bancario internazionale che deriverà dal riciclaggio delle nuove eccedenze OPEC; ed il convincimento che i rischi ad esso connessi richiedono una valutazione non necessariamente basata sulle perdite finora subite dalle banche nella loro attività creditizia internazionale.

Infine, i Governatori hanno riconosciuto che una delle ragioni per cui le operazioni internazionali delle banche sono aumentate più rapidamente di quelle interne va individuata nell'esistenza di varie difformità nelle normative e nelle politiche ufficiali, che ha favorito la crescita dell'attività creditizia internazionale delle banche. I Governatori hanno concordato di proseguire i loro sforzi per ridurre queste disparità. Ad esempio, l'estensione della prassi di vigilare sull'operato delle banche sulla base di conti totalmente consolidati dovrebbe contribuire ad ostacolare un'espansione indebitamente rapida delle operazioni effettuate da quelle filiazioni che operano in centri con sistemi di vigilanza relativamente permissivi.

Al tempo stesso, alcune delle particolarità nelle normative e nelle politiche nazionali che favoriscono l'espansione dell'attività bancaria internazionale sono profondamente radicate nella prassi bancaria e nella tradizione della politica monetaria di taluni paesi. Pertanto, le proposte di modificarle — come ad esempio quella di introdurre la riserva obbligatoria su tutti gli eurodepositi detenuti presso le banche dei paesi del Gruppo dei Dieci, comprese le loro dipendenze estere — sollevano tra l'altro problemi di armonizzazione degli strumenti basilari di controllo monetario dei singoli paesi. Per questa ragione, i Governatori hanno riconosciuto le difficoltà che esistono, in taluni casi, nel conciliare una riduzione delle disparità istituzionali che favoriscono l'espansione delle operazioni bancarie internazionali con il mantenimento dei metodi tradizionalmente seguiti nei singoli paesi per il controllo della liquidità bancaria.

Andamento complessivo dei flussi bancari internazionali: fonti e impieghi.

Nel 1979 l'espansione nelle posizioni sull'estero delle banche è prevalentemente derivata, come di consueto, dai flussi tra i paesi all'interno dell'area dichiarante (compresi i centri *offshore*). Di fatto, le attività e le passività nell'ambito dell'area sono rispettivamente aumentate di \$153 e 195 miliardi, mentre le posizioni creditorie e

**Posizioni verso l'estero, in moneta nazionale e in valuta,
delle banche dell'area dichiarante e di alcune filiali offshore di banche USA.¹**

	1977	1978		1979			
	dicembre	dicembre I	dicembre II	marzo	giugno	sett.	dicembre
	miliardi di dollari USA						
Posizioni creditorie delle banche verso:							
Gruppo dei Dieci e Svizzera	349,9	472,7	466,9	457,2	490,3	546,7	587,9
<i>di cui: Area europea dichiarante</i>	268,6	362,8	359,9	339,7	363,1	394,2	437,5
Stati Uniti	39,8	53,0	53,0	62,0	70,9	86,7	81,9
Canada	11,9	17,9	15,9	16,6	16,8	18,0	19,2
Giappone	29,6	39,0	38,1	38,9	39,5	47,8	49,3
Centri bancari offshore ²	98,9	123,8	123,5	121,6	132,9	147,7	155,6
Altri paesi dell'Europa occidentale Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa	40,8	50,7	50,4	49,6	52,4	56,1	58,7
Europa orientale	14,7	13,8	13,5	13,0	13,8	13,9	13,7
Paesi esportatori di petrolio	38,3	47,6	47,5	47,0	49,5	52,8	55,9
Paesi in via di sviluppo non petroliferi	39,1	57,2	56,4	55,5	57,7	62,5	64,1
<i>di cui: America Latina³</i>	98,7	123,4	121,7	127,1	136,6	146,6	158,8
Medio Oriente	65,9	80,8	79,9	82,8	88,4	94,7	103,5
Altri paesi dell'Asia	5,2	6,6	6,5	6,4	7,3	7,4	8,2
Altri paesi dell'Africa	20,5	24,8	24,3	26,5	29,3	31,7	33,1
Partite non classificate ⁴	7,1	11,2	11,0	11,4	11,6	12,8	14,0
Partite non classificate ⁴	9,3	15,1	12,9	12,4	13,2	15,2	16,2
Totale	689,7	904,3	892,8	893,4	946,4	1.041,5	1.110,9
Passività delle banche verso:							
Gruppo dei Dieci e Svizzera	408,5	539,1	533,5	527,5	576,6	635,8	685,9
<i>di cui: Area europea dichiarante</i>	314,5	409,6	404,4	395,4	436,0	473,4	528,3
Stati Uniti	74,1	101,9	101,9	100,9	110,1	126,0	123,8
Canada	12,6	15,8	15,7	17,0	17,2	17,8	17,8
Giappone	7,3	11,8	11,5	14,2	13,3	18,6	16,0
Centri bancari offshore ²	71,5	97,2	96,9	104,0	115,5	131,1	139,2
Altri paesi dell'Europa occidentale Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa	25,7	35,8	35,4	34,9	37,8	41,4	42,5
Europa orientale	2,4	2,7	2,7	3,2	3,6	3,6	3,6
Paesi esportatori di petrolio	8,4	10,7	10,6	9,4	9,9	12,6	15,4
Paesi in via di sviluppo non petroliferi	77,9	83,9	82,5	84,4	87,3	106,9	120,3
<i>di cui: America Latina³</i>	62,0	78,0	77,1	79,9	83,9	87,3	90,3
Medio Oriente	25,2	33,9	33,2	34,1	35,4	36,7	38,4
Altri paesi dell'Asia	10,0	13,8	13,8	14,0	15,2	15,3	16,0
Altri paesi dell'Africa	20,1	22,9	22,7	24,5	25,6	26,7	26,6
Partite non classificate ⁴	6,7	7,4	7,4	7,3	7,7	8,6	9,3
Partite non classificate ⁴	15,6	18,4	17,7	18,5	18,9	17,1	23,2
Totale	672,0	865,8	856,4	861,8	933,5	1.035,8	1.120,4

Nota : le cifre di questa tabella sono in parte basate su stime.
 Dal dicembre 1978 i dati relativi alle banche negli Stati Uniti escludono tutte le poste riguardanti attività in custodia, ad eccezione dei certificati di deposito negoziabili di banche USA detenuti per conto di non residenti. In precedenza le sole attività in custodia escluse erano gli averi in buoni e certificati del Tesoro di non residenti.
¹Queste cifre comprendono le posizioni verso l'estero delle filiali offshore di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ²Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Hong Kong, Indie occidentali britanniche, Isole Cayman, Libano, Liberia, Nuove Ebridi, Panama, Singapore. ³Comprende i paesi dell'area dei Caraibi che non possono essere considerati centri bancari offshore. ⁴Comprende le istituzioni internazionali eccetto la BRI.

debitorie verso i paesi esterni all'area dichiarante si sono accresciute di soli \$65 e 70 miliardi circa. Tuttavia, queste posizioni tra i paesi all'interno dell'area dichiarante risultano considerevolmente gonfiate per effetto delle duplicazioni contabili derivanti dal rideposito di fondi tra le stesse banche dichiaranti. Escludendo tali duplicazioni, si stima che l'assorbimento di nuovi fondi all'interno dell'area sia ammontato a \$65 miliardi circa, mentre l'offerta di nuovi fondi provenienti dall'area medesima può essere valutata in circa \$60 miliardi.

All'interno dell'area dichiarante, gli Stati Uniti, la Germania ed il Giappone sono stati i maggiori prenditori di nuovi fondi; questi sono affluiti principalmente alle banche, che li hanno impiegati prevalentemente per finanziare gli impieghi e gli investimenti all'interno nonché il commercio estero. Nei primi nove mesi del 1979 le attività lorde verso gli Stati Uniti delle banche negli altri paesi dichiaranti sono salite di \$ 33,7 miliardi, segnando quindi una contrazione di \$ 4,8 miliardi nel quarto trimestre, a cui pare aver contribuito la reintroduzione di una riserva obbligatoria dell'8% sull'espansione dell'indebitamento all'estero delle banche statunitensi. Le posizioni creditorie verso la Germania e il Giappone sono aumentate ciascuna di oltre \$ 10 miliardi. Ingenti aumenti si sono anche registrati nelle posizioni creditorie verso il Regno Unito, il Belgio-Lussemburgo, la Francia ed i centri *offshore*, ma ciò ha in gran parte rispecchiato il ruolo di centri di mercato svolto da questi paesi. Nello stesso tempo, anche i crediti in eurovalute concessi a residenti non bancari del Belgio e del Regno Unito hanno raggiunto un livello ragguardevole. In Belgio il maggiore mutuuario è stato il settore pubblico, il quale ha raccolto circa \$ 2,5 miliardi di nuovi fondi eurovalutari sia direttamente presso le banche all'estero sia attraverso le banche operanti nel Belgio-Lussemburgo. Nel caso del Regno Unito, l'indebitamento del settore non bancario è stato particolarmente rilevante a seguito dell'abolizione dei controlli valutari; i crediti in eurosterline al settore non bancario britannico sono aumentati nel quarto trimestre di \$ 1,1 miliardi, cioè di oltre il 150%. Altri importanti mutuuari di nuovi fondi in eurovalute all'interno dell'area dichiarante sono stati i settori non bancari in Italia, in Danimarca ed in Irlanda.

Dal lato delle passività del mercato, i due principali fornitori di nuovi fondi all'interno dell'area dichiarante sono stati la Svizzera e gli Stati Uniti. Le posizioni debitorie verso il primo paese sono aumentate di \$ 28,7 miliardi, di cui oltre la metà è rappresentata da fondi fiduciari collocati sul mercato da banche svizzere per conto, ma a rischio dei loro clienti; buona parte di questi fondi proviene naturalmente da altri paesi. Le passività dirette verso il settore non bancario svizzero sono aumentate di soli \$ 3,5 miliardi circa. Nei confronti degli Stati Uniti le posizioni debitorie si sono accresciute di quasi \$ 22 miliardi, dei quali \$ 17 miliardi circa rappresentano fondi non bancari statunitensi.

Considerando i paesi al di fuori dell'area dichiarante, lo scorso anno gli andamenti di maggior rilievo sono stati un'ulteriore accelerazione nel credito concesso ai paesi in via di sviluppo non petroliferi e massicci afflussi di nuovi fondi dai paesi esportatori di petrolio. Dopo essere aumentate di \$ 11,1 miliardi nel 1977 e di \$ 24,7 miliardi nel 1978, le posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso i paesi in via di sviluppo non petroliferi si sono accresciute lo scorso anno del rilevante importo di \$ 37,1 miliardi, ossia di oltre il 30%. Questa accelerazione, derivante in ampia misura dal deterioramento delle bilance delle partite correnti di questi paesi, è ancor più pronunciata in termini di flussi netti. Mentre nel 1977 i paesi in via di sviluppo erano stati nel complesso fornitori netti di nuovi fondi per un ammontare di circa \$ 1 miliardo, e nel 1978 l'incremento delle loro passività aveva superato i loro nuovi depositi solo di \$ 8,7 miliardi, lo scorso anno essi sono stati prenditori netti di fondi nella misura di quasi \$ 24 miliardi.

Come di consueto, l'America Latina ha assorbito la parte di gran lunga maggiore dei fondi affluiti ai paesi emergenti non petroliferi con un aumento di \$ 23,6 miliardi nelle posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso quel gruppo di paesi. I principali mutuuari sono stati in larga misura il Messico (\$ 7,5 miliardi circa),

l'Argentina (\$6,5 miliardi circa) e il Brasile (quasi \$5,5 miliardi), ma anche il Cile e la Colombia hanno assorbito un cospicuo volume di nuovi fondi. Il secondo maggior gruppo di mutuatari è rappresentato dagli "Altri paesi dell'Asia" che hanno attinto nuovi fondi per \$8,8 miliardi; di questo importo, \$3,4 miliardi sono andati alla Corea del Sud, \$1,4 miliardi alle Filippine e \$1,2 miliardi alla Cina. I nuovi depositi effettuati dai paesi in via di sviluppo presso le banche dichiaranti sono ammontati a \$13,2 miliardi nel 1979. Questo importo risulta inferiore di circa \$3 miliardi a quello del 1978 e si raffronta ad un incremento di \$7,6 miliardi nelle riserve valutarie di questi paesi. I principali depositanti sono stati l'Argentina (\$3 miliardi), il Messico (\$1,8 miliardi) e la Malaysia (\$1,2 miliardi); il Brasile ha effettuato prelievi per \$2,6 miliardi.

La seconda caratteristica negli andamenti dello scorso anno è stata la ricomparsa dei paesi esportatori di petrolio tra i principali fornitori di fondi al sistema bancario internazionale. Dopo un aumento di soli \$6 miliardi nel 1978, lo scorso anno i loro depositi presso le banche dichiaranti sono saliti di \$37,8 miliardi, ovvero del 46%. Poiché è contemporaneamente diminuito, da \$18,1 a 7,7 miliardi, il nuovo indebitamento di questi paesi, da prenditori netti di fondi per \$12 miliardi nel 1978 essi sono diventati fornitori netti per \$30 miliardi. Questo capovolgimento di posizione di \$42 miliardi — che rappresenta i due terzi dell'aumento registrato lo scorso anno nel saldo attivo delle partite correnti dei paesi esportatori di petrolio — palesa in modo spettacolare il ruolo del settore bancario internazionale nell'attività di riciclaggio. Tuttavia, persino queste cifre sottovalutano probabilmente l'entità dell'offerta di nuovi fondi da parte dei paesi petroliferi in quanto, ad esempio, non comprendono i fondi che possono essere stati immessi sul mercato per il tramite dei conti fiduciari presso le banche svizzere.

In misura del 13% circa, i nuovi depositi identificati dei paesi esportatori di petrolio presso le banche dichiaranti sono stati effettuati negli Stati Uniti; il 5% è andato alle banche in altri mercati nazionali, mentre gli eurodepositi hanno costituito il restante 82%. Per quanto concerne la composizione per valute, il 70% del totale ha interessato le posizioni in dollari. Degli \$11 miliardi di depositi in altre valute, si stima che circa \$5 miliardi siano stati effettuati in marchi tedeschi e circa \$3 miliardi in sterline.

I tre quarti circa dei nuovi fondi petroliferi sono pervenuti, com'era da attendersi, dai paesi del Medio Oriente. Escludendo i fondi collocati presso le banche in Svizzera, negli Stati Uniti e presso le filiali di banche statunitensi nei centri *offshore*, per i quali non è disponibile una scomposizione per singoli paesi esportatori di petrolio, i principali depositanti sono stati l'Iraq (\$7,2 miliardi), il Kuwait (\$4 miliardi) e l'Arabia Saudita (\$3,3 miliardi). Sulla stessa base, i depositi effettuati dall'Iran sono aumentati di \$2,4 miliardi nei primi nove mesi del 1979, per poi diminuire di \$0,6 miliardi nell'ultimo trimestre, mentre le attività verso questo paese si sono ridotte di \$1,3 miliardi nel corso dell'anno.

I paesi dell'Est europeo hanno ridotto il loro ricorso al credito bancario internazionale da \$9,3 miliardi nel 1978 a \$8,4 miliardi lo scorso anno. Poiché si è contemporaneamente accelerato il flusso dei depositi, su base netta l'indebitamento addizionale di questi paesi è fortemente calato, da \$7 miliardi nel 1978 a \$3,6 miliardi. Peraltro, questo andamento è stato prevalentemente determinato dall'Unione Sovietica che lo scorso anno ha ridotto il proprio indebitamento netto di \$2,6 miliardi, mentre gli altri paesi dell'Europa orientale lo hanno accresciuto di \$6,2 miliardi. Su base lorda, i

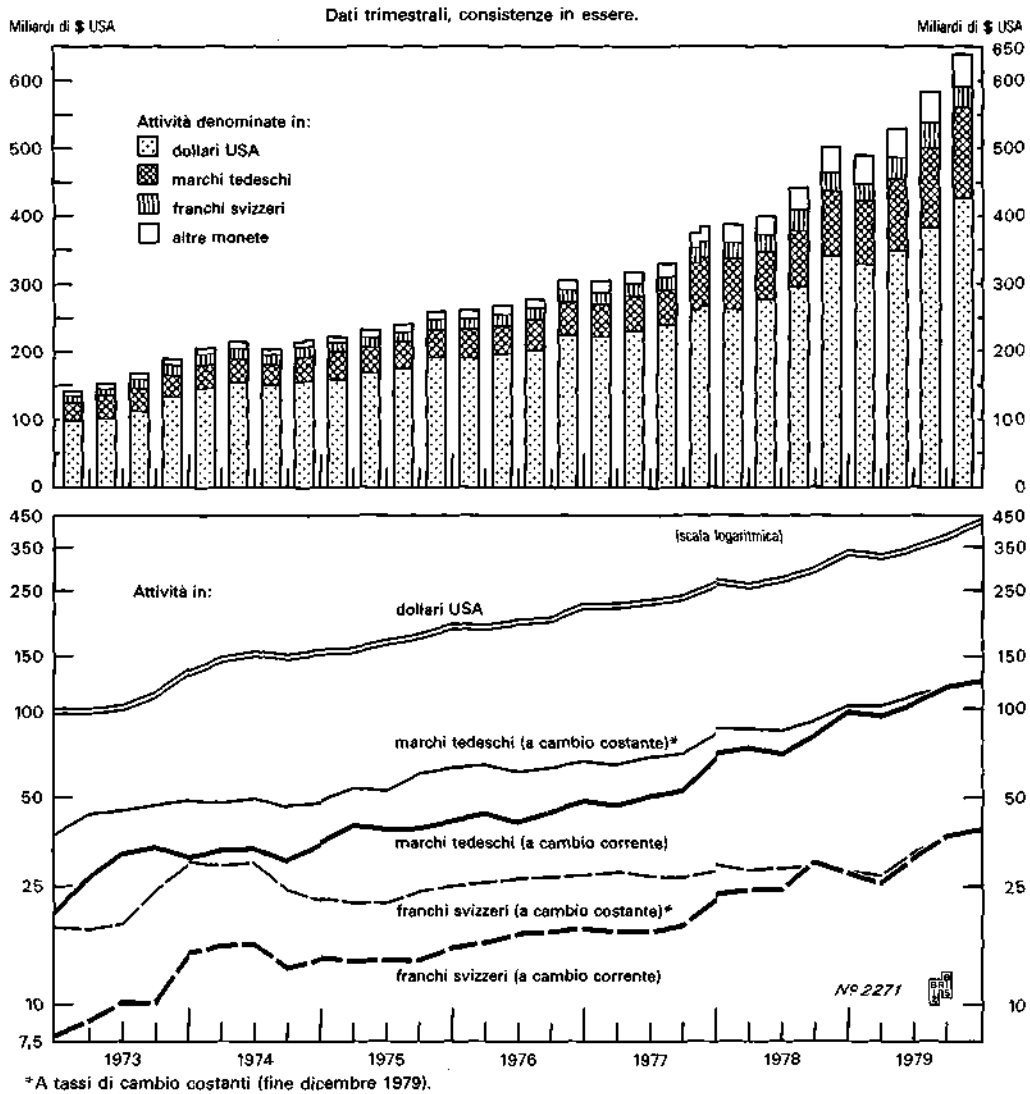
maggiori mutuatari sono stati la Polonia (\$3,3 miliardi), la Repubblica democratica tedesca (\$1,5 miliardi) e la Romania (\$1,4 miliardi).

Nel 1979 i paesi sviluppati al di fuori dell'area dichiarante hanno ottenuto \$8,5 miliardi di nuovi fondi, ma hanno anche accresciuto di \$8 miliardi i loro depositi. La sola Spagna ha contribuito con \$2,8 miliardi al maggior indebitamento e con \$4,4 miliardi all'offerta di nuovi depositi. Altri importanti prenditori di fondi sono stati la Jugoslavia, la Norvegia e il Portogallo.

Gli sviluppi nei centri bancari europei.

Composizione per valute. Lo scorso anno l'attività internazionale delle banche nei paesi europei dichiaranti ha continuato ad espandersi vigorosamente con un aumento delle loro posizioni creditorie e debitorie sull'estero del 27 e 31% rispettivamente. Il tasso di

Struttura per valute dell'euromercato:
attività sull'estero in valuta delle banche europee dichiaranti.



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									
1972 dic. . . .	98.000	18.340	33.840	8.000	20.390	7.780	2.180	720	700
1973 dic. I . . .	133.760	23.880	54.840	11.990	31.400	14.590	3.150	1.320	1.750
dic. II ¹ . . .	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	58.950	18.030	34.620	14.330	2.040	1.870	1.480
dic. II ² . . .	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 dic. I . . .	262.430	64.660	111.370	31.040	67.510	22.560	4.420	4.210	3.270
dic. II ³ . . .	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
giugno . . .	275.460	74.150	124.550	34.000	70.650	24.910	6.160	5.010	4.490
sett. . . .	295.800	78.760	145.030	38.200	81.940	30.340	6.960	6.360	5.050
dic. . . .	339.520	84.250	162.450	42.950	97.430	27.890	7.300	6.920	5.660
1979 marzo . . .	327.200	85.570	162.340	42.870	94.860	26.000	8.260	7.690	6.420
giugno . . .	351.050	90.780	177.700	44.130	104.850	31.480	8.290	7.390	6.750
sett. . . .	384.190	96.710	199.160	49.370	116.870	37.250	9.420	8.060	6.810
dic. . . .	427.980	104.330	211.960	52.410	124.430	38.650	11.370	8.470	7.820
<i>Per memoria:</i>									
<i>Posizioni verso residenti</i>									
1976 dic. . . .	74.740	21.330	26.920	7.560	.	.	.	.	.
1977 dic. I . . .	91.630	29.060	33.300	8.930	.	.	.	.	.
dic. II ³ . . .	92.330	29.370	34.790	9.730	.	.	.	.	.
1978 dic. . . .	105.000	31.170	48.370	12.330	.	.	.	.	.
1979 marzo . . .	107.340	34.750	50.780	14.140	.	.	.	.	.
giugno . . .	110.540	35.700	59.320	17.610	.	.	.	.	.
sett. . . .	116.070	34.560	65.980	18.990	.	.	.	.	.
dic. . . .	126.570	34.860	69.610	20.250	.	.	.	.	.
Passività									
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
dic. II ¹ . . .	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
dic. II ² . . .	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	15.860	3.980	3.530	3.220
1977 dic. I . . .	272.880	34.200	110.560	12.050	64.970	20.870	5.920	4.900	4.400
dic. II ³ . . .	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
giugno . . .	280.950	38.560	127.430	13.060	68.500	26.000	8.570	5.980	6.060
sett. . . .	298.570	39.850	149.330	14.950	79.950	31.460	9.720	7.150	7.050
dic. . . .	348.590	44.340	162.220	16.570	93.080	27.890	10.320	7.400	7.400
1979 marzo . . .	336.550	47.810	165.890	18.770	93.250	26.840	11.990	8.110	8.180
giugno . . .	359.930	51.820	185.430	18.780	104.630	32.270	13.060	7.650	8.900
sett. . . .	392.420	58.640	212.040	21.570	117.790	38.280	14.550	8.370	9.620
dic. . . .	436.620	64.180	229.420	22.700	127.940	40.710	15.390	8.810	11.370
<i>Per memoria:</i>									
<i>Posizioni verso residenti</i>									
1976 dic. . . .	64.060	10.660	23.710	4.290	.	.	.	.	.
1977 dic. I . . .	74.620	12.080	29.590	5.330	.	.	.	.	.
dic. II ³ . . .	75.310	12.280	30.400	5.460	.	.	.	.	.
1978 dic. . . .	87.690	14.690	45.060	7.440	.	.	.	.	.
1979 marzo . . .	85.360	14.210	45.120	7.220	.	.	.	.	.
giugno . . .	90.680	16.390	50.060	8.140	.	.	.	.	.
sett. . . .	96.400	16.580	57.590	8.830	.	.	.	.	.
dic. . . .	108.940	17.170	63.940	9.280	.	.	.	.	.

¹Dal 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.
²Comprende alcune posizioni a lungo termine non dichiarate precedentemente da talune banche e alcune variazioni di scarso rilievo nel campo di rilevazione statistica.
³Dal dicembre II 1977 comprende le posizioni delle banche austriache, danesi e irlandesi.

crescita delle attività è inferiore di pochi punti percentuali a quello del 1978, ma in termini assoluti l'espansione dal lato sia dell'attivo che del passivo è stata notevolmente maggiore e risulta molto meno gonfiata dagli effetti delle variazioni di valutazione.

Come di consueto, la maggior parte dell'espansione ha interessato il settore delle eurovalute, mentre le posizioni convenzionali in moneta nazionale vi hanno partecipato per meno del 20%. Una parte cospicua delle posizioni sull'estero delle banche in moneta nazionale tende ad essere correlata al finanziamento del commercio estero; tuttavia, per taluni paesi, come la Germania e la Svizzera, le cui monete sono tra le principali protagoniste sull'euromercato, le posizioni sull'estero in moneta nazionale riflettono in ampia misura le connessioni di questi paesi con il mercato eurovalutario.

Per quanto concerne le posizioni sull'estero in valuta, le attività e passività in dollari delle banche dichiaranti sono aumentate del 26 e 25% rispettivamente, cioè ad un ritmo pressoché invariato rispetto al 1978. L'andamento saliente dello scorso anno è stato il fortissimo incremento, del 41%, nelle passività sull'estero delle banche dichiaranti in valute diverse dal dollaro. Su un'espansione complessiva di \$ 155,2 miliardi nelle passività in valuta, \$ 67,2 miliardi vanno ascritti alle posizioni in monete diverse dal dollaro, la quota delle quali sul totale delle passività esterne in valuta delle banche europee dichiaranti è pertanto aumentata dal 31,8% alla fine del 1978 al 34,4%. Le posizioni in marchi tedeschi e in franchi svizzeri hanno contribuito, come di consueto, alla maggior parte di questa espansione, ma in termini di crescita percentuale i più forti incrementi sono stati conseguiti dallo yen, dal franco francese e dalla sterlina. Depurato degli effetti delle variazioni di cambio, l'aumento dei depositi in monete diverse dal dollaro è ammontato a \$ 61 miliardi a fronte di \$ 26 miliardi nel 1978. Dal lato delle attività, le posizioni in valute diverse dal dollaro hanno registrato un'espansione sensibilmente inferiore, per cui le banche dichiaranti sono passate da una modesta posizione creditoria netta di \$ 0,2 miliardi ad una debitoria netta di \$ 17,5 miliardi.

Diversi fattori possono contribuire a spiegare l'ingente espansione delle passività lorde in monete diverse dal dollaro nonché la vistosa variazione nelle posizioni nette delle banche. Un'importante influenza è provenuta dalle più moderate aspettative circa l'andamento dei tassi di cambio di talune monete, come il marco tedesco, il franco svizzero e lo yen. La conseguente liquidazione di posizioni in cambi da parte dei clienti ha posto le banche di fronte ad un eccesso di offerta di queste monete sul mercato a termine. Le banche a loro volta hanno coperto i propri acquisti a termine dai clienti indebitandosi a pronti nelle stesse monete e vendendole contro dollari o monete nazionali. Inoltre, l'indebitamento delle banche dichiaranti in monete diverse dal dollaro per impieghi interni è stato incoraggiato dal più basso costo di queste monete in termini di tassi di interesse. Questi stessi fattori – tassi di interesse molto inferiori rispetto a quelli del dollaro, e minori probabilità di apprezzamento che nel 1978 – possono anche contribuire a spiegare, dal punto di vista dei mutuatari, la forte ascesa, da \$ 27 miliardi nel 1978 a \$ 43 miliardi lo scorso anno (al netto degli effetti delle variazioni di cambio) negli impieghi sull'estero delle banche in monete diverse dal dollaro, ed in particolare in franchi svizzeri. Infine, un altro fattore che ha inciso sull'espansione particolarmente rapida delle passività in monete diverse dal dollaro è stato il forte aumento delle eccedenze dei paesi petroliferi, che tradizionalmente tendono ad investire una cospicua parte dei loro fondi in monete diverse dal dollaro.

Il ruolo dei singoli centri del mercato. Lo scorso anno l'espansione nel volume delle operazioni in eurovalute è stata particolarmente forte nel Lussemburgo e nel Regno

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

			1977	1978	1979			
			dicembre	dicembre	marzo	giugno	settembre	dicembre
milioni di dollari USA								
Austria	Attività	moneta nazionale	1.950	2.930	3.090	3.350	3.910	4.160
		dollari USA . . .	3.870	4.460	5.010	5.910	5.890	6.610
		altre valute estere	3.570	5.120	4.550	5.880	6.770	7.130
	Passività	moneta nazionale	540	830	820	850	1.010	1.090
		dollari USA . . .	4.320	5.300	5.190	5.830	5.940	6.870
		altre valute estere	5.360	7.490	7.080	8.710	9.640	11.040
Belgio	Attività	moneta nazionale	2.470	2.800	2.870	2.970	3.230	3.330
		dollari USA . . .	14.260	18.550	19.490	20.100	22.860	23.310
		altre valute estere	8.650	13.230	13.790	14.340	15.630	16.380
	Passività	moneta nazionale	3.790	4.730	5.720	5.280	5.590	6.590
		dollari USA . . .	13.080	18.040	18.900	19.450	21.620	22.200
		altre valute estere	10.450	15.500	16.570	18.060	20.390	21.350
Lussemburgo	Attività	moneta nazionale	710	1.050	990	1.090	1.420	1.400
		dollari USA . . .	18.820	22.040	23.010	24.450	25.460	29.300
		altre valute estere	25.220	36.300	38.100	42.030	46.660	50.100
	Passività	moneta nazionale	570	730	860	790	910	1.030
		dollari USA . . .	18.680	24.400	25.450	28.590	28.760	32.950
		altre valute estere	23.260	30.080	31.560	33.910	39.350	42.680
Danimarca	Attività	moneta nazionale	90	90	140	190	290	150
		dollari USA . . .	1.420	1.640	1.590	1.620	1.650	1.860
		altre valute estere	640	1.200	1.230	1.420	1.650	1.960
	Passività	moneta nazionale	260	390	390	370	390	410
		dollari USA . . .	840	1.500	1.530	1.280	1.230	1.900
		altre valute estere	530	860	890	1.110	1.310	1.420
Francia	Attività	moneta nazionale	11.450	18.200	18.100	19.280	21.410	23.180
		dollari USA . . .	45.160	60.210	53.230	57.730	61.080	71.740
		altre valute estere	17.050	20.570	21.110	22.750	26.180	28.700
	Passività	moneta nazionale	4.220	5.700	5.760	5.820	6.060	6.610
		dollari USA . . .	44.430	53.160	46.190	49.220	52.010	61.100
		altre valute estere	18.540	25.630	26.650	29.490	34.600	38.500
Germania	Attività	moneta nazionale	31.450	40.340	40.190	42.630	43.490	47.620
		dollari USA . . .	12.710	14.720	13.360	13.790	14.100	14.360
		altre valute estere	4.570	6.050	6.150	6.310	7.160	7.350
	Passività	moneta nazionale	24.330	40.220	37.250	41.320	45.830	54.330
		dollari USA . . .	12.380	14.510	13.350	13.690	14.760	16.430
		altre valute estere	2.850	4.370	4.180	4.370	6.860	7.000
Irlanda	Attività	moneta nazionale	.	.	.	.	.	.
		dollari USA . . .	710	400	330	390	380	380
		altre valute estere	830	1.110	660	670	820	1.280
	Passività	moneta nazionale	.	.	.	.	.	.
		dollari USA . . .	800	550	540	480	640	740
		altre valute estere	890	1.260	910	860	1.030	1.470
Italia	Attività	moneta nazionale	300	590	610	600	770	1.320
		dollari USA . . .	11.480	17.380	10.440	11.740	11.480	21.190
		altre valute estere	3.300	4.780	4.550	5.680	6.400	7.130
	Passività	moneta nazionale	1.540	2.010	2.010	2.420	2.730	2.900
		dollari USA . . .	17.010	21.840	15.700	17.010	15.640	25.400
		altre valute estere	4.510	5.960	6.200	8.260	8.800	9.850
Paesi Bassi	Attività	moneta nazionale	5.240	8.490	9.210	9.640	10.460	11.390
		dollari USA . . .	15.150	19.470	18.210	20.460	20.380	23.010
		altre valute estere	12.030	17.090	16.690	18.110	20.170	21.470
	Passività	moneta nazionale	5.100	7.930	6.700	6.650	9.070	10.860
		dollari USA . . .	15.460	20.710	18.820	19.920	20.980	23.320
		altre valute estere	10.010	14.840	15.330	18.050	19.640	21.270
Regno Unito	Attività	moneta nazionale	12.230	14.740	14.870	15.140	15.480	15.490
		dollari USA . . .	125.810	156.910	159.610	171.620	196.500	211.760
		altre valute estere	33.400	45.940	44.290	49.840	56.010	58.240
	Passività	moneta nazionale	11.100	11.950	13.280	14.680	16.040	19.230
		dollari USA . . .	136.590	167.250	170.370	182.280	207.730	219.980
		altre valute estere	34.770	46.170	46.290	52.110	58.580	61.980

(Continua alla pagina seguente)

			1977	1978	1979			
			dicembre	dicembre	marzo	giugno	settembre	dicembre
milioni di dollari USA								
Svezia	Attività	moneta nazionale	930	860	1.060	1.210	1.100	1.030
		dollari USA . . .	1.970	2.160	2.260	2.380	2.570	2.950
		altre valute estere	1.210	1.230	1.410	1.530	1.570	1.830
	Passività	moneta nazionale	580	700	730	860	950	900
		dollari USA . . .	2.120	2.790	3.470	3.740	4.130	4.620
		altre valute estere	1.290	1.730	2.200	2.600	2.740	3.190
Svizzera	Attività	moneta nazionale	14.500	19.290	21.430	24.430	27.720	27.170
		dollari USA . . .	17.070	21.580	20.660	20.860	21.840	21.510
		altre valute estere	5.940	9.830	9.810	9.140	10.140	10.390
	Passività	moneta nazionale	5.650	6.820	6.390	6.830	7.290	7.440
		dollari USA . . .	13.130	18.540	17.040	18.440	18.980	21.110
		altre valute estere	4.880	8.330	8.030	7.900	9.100	9.670
Totale paesi europei dichiaranti	Attività	moneta nazionale	81.920	109.380	112.560	120.530	129.280	136.240
		dollari USA . . .	268.430	339.520	327.200	351.050	384.190	427.980
		altre valute estere	116.410	162.450	162.340	177.700	199.160	211.960
	Passività	moneta nazionale	57.680	82.010	81.900	87.870	95.870	111.390
		dollari USA . . .	278.840	348.590	336.550	359.930	392.420	436.620
		altre valute estere	117.360	162.220	165.890	185.430	212.040	229.420
Canada	Attività	moneta nazionale	430	480	500	580	570	580
		dollari USA . . .	16.480	20.430	20.780	21.450	22.820	22.990
		altre valute estere	1.240	1.460	1.380	1.830	2.000	2.030
	Passività	moneta nazionale	2.180	2.620	2.640	2.860	3.000	3.080
		dollari USA . . .	15.860	21.340	23.260	25.380	26.270	28.170
		altre valute estere	840	1.010	910	1.400	1.550	1.560
Giappone	Attività	moneta nazionale	3.550	7.970	8.720	9.490	10.260	11.350
		dollari USA . . .	15.930	22.520	24.950	24.120	31.290	30.350
		altre valute estere	2.220	3.200	2.960	3.460	3.460	3.730
	Passività	moneta nazionale	4.110	8.690	7.170	5.380	5.130	3.820
		dollari USA . . .	23.360	28.490	30.900	31.980	41.910	43.900
		altre valute estere	1.110	1.830	1.730	2.340	3.400	2.770
Stati Uniti ¹	Attività	90.210	115.370	108.350	115.070	127.250	133.590	
	Passività	77.940	89.910	96.820	110.690	122.980	128.540	
	Filiali offshore di banche USA ²	920	2.240	1.780	1.960	2.320	2.320	
Filiali offshore di banche USA ²	Attività	91.090	106.520	111.130	118.570	128.590	127.670	
	Passività	91.660	107.480	112.260	118.300	128.960	128.820	

¹Dal dicembre 1978 i dati relativi alle banche negli Stati Uniti escludono tutte le poste riguardanti attività in custodia, ad eccezione dei certificati di deposito negoziabili di banche USA detenuti per conto di non residenti. In precedenza le sole attività in custodia escluse erano gli averi in buoni e certificati del Tesoro di non residenti. Secondo la vecchia base, gli importi per il dicembre 1978 sarebbero: attività in moneta nazionale \$126.540 milioni, attività in valute estere \$3.870 milioni, passività \$99.000 e \$2.430 milioni, rispettivamente. ²Filiali offshore di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ³Comprese quantità trascurabili in monete nazionali.

Unito, dove le banche hanno ampliato le loro attività sull'estero rispettivamente del 36 e del 33% rispetto ad una media del 27,5% per tutti i paesi europei dichiaranti. All'estremo opposto, le posizioni creditorie in valuta delle banche in Germania e in Svizzera sono aumentate solo marginalmente. Questi due paesi hanno tuttavia fornito all'euromercato un ingente volume di nuovi fondi in moneta nazionale. Ciò vale soprattutto per le banche in Svizzera, che hanno registrato un incremento del 41% nelle loro attività esterne in moneta nazionale.

La rapida crescita dell'attività bancaria internazionale nel Lussemburgo si è concentrata in misura leggermente inferiore che negli anni passati nelle operazioni in marchi; d'altra parte, le attività e le passività esterne in franchi svizzeri sono salite di oltre l'80%.

La forte espansione delle operazioni in eurovalute sulla piazza di Londra ha fatto sì che lo scorso anno la quota di mercato del Regno Unito, dopo una certa flessione negli anni precedenti, sia aumentata dal 40 al 42%. Questo dinamismo va ascritto soprattutto alle filiazioni di banche giapponesi, che hanno registrato un incremento del 60% circa delle loro attività verso l'estero. Per contro, con un'espansione del 26% nelle loro posizioni creditorie verso l'estero, le affiliate delle banche statunitensi si sono mantenute ben al disotto della media registrata sul mercato di Londra. A questo riguardo, va notato che lo scorso anno le affiliate di Londra delle banche statunitensi hanno finanziato quasi il 60% dell'espansione nei loro impieghi all'estero mediante l'emissione di certificati di deposito, il cui volume in essere si è dilatato quasi del 70%. Le altre loro passività sull'estero hanno registrato un aumento del 16% fino a metà ottobre, ma sono poi diminuite del 4,4% nei due successivi mesi, probabilmente in relazione agli eventi in Iran e alle contromisure statunitensi.

Un aspetto saliente dello scorso anno è il ruolo di importatori netti di cospicui fondi in valuta svolto dalle banche di quasi tutti i paesi europei dichiaranti ed in particolare da quelle svizzere e tedesche. Tuttavia, mentre in Svizzera la flessione nella posizione creditoria netta sull'estero in valuta è stata di gran lunga compensata da un incremento nella corrispondente posizione in franchi svizzeri, in Germania si sono registrati cospicui afflussi di fondi sia in valuta che in moneta nazionale. Di conseguenza, lo scorso anno le banche tedesche sono passate da una posizione creditoria netta sull'estero di \$ 2 miliardi ad una debitoria di \$ 8,4 miliardi. Questi afflussi netti, per un importo di \$ 10,4 miliardi, che risulta quasi doppio rispetto all'entità del disavanzo corrente della Germania nel 1979, sono derivati dal collocamento all'estero da parte di banche tedesche di certificati di credito e da depositi con scadenza a quattro o più anni, esenti sia dall'obbligo di riserva che dall'imposta cedolare.

Anche nel Regno Unito l'irrigidimento della politica monetaria e la solidità della sterlina hanno comportato ampi afflussi di fondi, prevalentemente denominati in sterline, attraverso il settore bancario. Conseguentemente, la posizione debitoria netta sull'estero delle banche nel Regno Unito si è complessivamente raddoppiata, passando da \$ 7,8 a 15,7 miliardi.

Dimensione netta dell'euromercato. L'espansione nelle attività e passività in valuta delle banche europee dichiaranti, ammontata nel 1979 rispettivamente a \$ 138 e 155 miliardi, comprende un'elevata quota di duplicazioni contabili dovute ai depositi interbancari. Escludendo questa duplicazione ma comprendendo i fondi in valuta usati dalle banche per impieghi sull'interno, si può stimare che il volume di nuovi fondi intermediati dalle banche sull'euromercato, nella sua accezione più ristretta, sia ammontato a \$ 98 miliardi, portando il totale del credito in essere alla fine del 1979 a \$ 475 miliardi. Le variazioni di valutazione, derivanti da movimenti nei tassi di cambio, hanno influito su tale incremento per soli \$ 3 miliardi circa, mentre nel 1978, su un'espansione di \$ 75 miliardi, esse avevano inciso per \$ 15 miliardi.

Dal lato delle fonti, sono stati soprattutto due andamenti ad aver contribuito alla più forte espansione del mercato nel 1979. In primo luogo, i depositi dei paesi esportatori di petrolio, rimasti pressoché stagnanti nel 1978, hanno registrato lo scorso anno un'espansione di \$ 26,3 miliardi, pari al 48%. In secondo luogo, l'offerta di nuovi fondi non bancari all'interno dell'area europea dichiarante è aumentata da \$ 14,1 miliardi nel 1978 a \$ 22,9 miliardi. Il 70% circa di questi fondi è provenuto dalla Svizzera, in ampia misura attraverso conti fiduciari. Incrementi relativamente forti sono stati anche registrati nelle passività delle banche europee dichiaranti verso gli Stati Uniti (36%), soprattutto nei

Fonti e impieghi dei fondi in eurovalute. Stime.

Fine mese	Area europea dichiarante		Stati Uniti	Canada e Giappone	Altri paesi sviluppati	Europa orientale ³	Centri bancari offshore ⁴	Paesi esportatori di petrolio ⁵	Paesi in via di sviluppo	Non classificati ⁶	Totale
	Totale ¹	di cui: Settore non bancario ²									
miliardi di dollari USA											
Impieghi											
1977 dicembre . .	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 I . .	136,0	92,0	24,6	24,6	34,7	31,4	55,0	24,3	40,1	4,3	375,0
dicembre II . .	139,5	94,5	24,6	24,6	34,7	31,4	55,0	24,3	40,1	2,8	377,0
1979 marzo . . .	141,8	96,2	25,6	26,3	34,0	30,9	53,2	24,2	44,5	3,5	384,0
giugno . . .	147,5	100,9	29,1	27,5	36,1	32,6	58,6	26,3	48,7	3,6	410,0
settembre . .	160,0	105,2	34,0	32,4	38,2	34,5	66,1	29,4	51,1	4,3	450,0
dicembre . . .	171,3	111,3	36,7	33,0	40,5	36,0	67,5	30,4	55,1	4,5	475,0
Fonti											
1977 dicembre . .	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 I . .	142,5	70,1	37,0	13,0	26,2	8,8	45,4	54,7	39,8	7,6	375,0
dicembre II . .	144,5	70,1	37,0	13,0	26,2	8,8	45,4	54,7	39,8	7,6	377,0
1979 marzo . . .	150,5	73,1	36,4	13,3	26,0	7,7	43,7	56,3	42,4	7,7	384,0
giugno . . .	163,0	81,4	41,0	13,9	28,1	7,8	45,5	58,6	44,6	7,5	410,0
settembre . .	167,5	87,0	50,0	15,2	30,9	10,4	49,0	73,2	46,3	7,5	450,0
dicembre . . .	174,0	93,0	50,5	15,2	31,7	13,0	52,8	81,0	47,8	9,0	475,0

Nota: dal giugno 1979 è stata introdotta una modifica nell'elaborazione delle stime: la parziale compensazione delle attività e passività interbancarie, in precedenza limitata all'incremento delle posizioni delle banche europee dichiaranti all'interno della loro stessa area, è stata ampliata alle posizioni verso Stati Uniti, Canada, Giappone e centri offshore. Tale modifica si è resa necessaria in seguito alla rapidissima crescita di queste posizioni, che fa ritenere che i dati siano stati gonfiati in notevole misura da flussi circolari di fondi interbancari fra l'area europea dichiarante e questi altri centri del mercato.

¹Incluse: 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). ²Per 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. ³Escluse le posizioni nei confronti della Repubblica democratica tedesca delle banche situate nella Repubblica federale tedesca. ⁴Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Hong Kong, Isole Cayman, Libano, Liberia, Nuove Ebridi, Panama, Singapore, altre Indie occidentali britanniche. ⁵Algeria, Arabia Saudita, Bahrain, Brunei, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman, Qatar, Trinidad e Tobago, Venezuela. ⁶Incluse le posizioni nei confronti di istituzioni internazionali eccetto la BRI.

confronti del settore non bancario di questo paese, e verso i paesi dell'Europa orientale, in particolare l'Unione Sovietica. Viceversa, lo scorso anno è rallentata la crescita dei depositi dai paesi in via di sviluppo non petroliferi e dagli "Altri paesi sviluppati".

Dal lato degli impieghi, vi è stata una forte accelerazione nei nuovi crediti agli Stati Uniti, che hanno assunto prevalentemente la forma di flussi interbancari, in aggiunta ad un sostanziale volume di operazioni di conversione in moneta nazionale effettuate dalle stesse banche europee dichiaranti per impieghi sull'interno. Il nuovo credito ai paesi in via di sviluppo non petroliferi è salito da \$9,8 miliardi nel 1978 a \$15 miliardi. Di conseguenza, la posizione creditoria netta delle banche dichiaranti verso questi paesi è aumentata da soli \$0,3 miliardi alla fine del 1978 a \$7,3 miliardi. Una certa accelerazione si è anche registrata nei nuovi crediti concessi agli "Altri paesi sviluppati", mentre è rallentata la crescita dei fondi mutuati ai paesi esportatori di petrolio e a quelli dell'Est europeo.

Gli sviluppi nei centri bancari extra-europei.

In seguito alla più distesa situazione dei mercati dei cambi ed al graduale inasprimento delle condizioni del credito negli Stati Uniti, il 1979 ha segnato un'inversione di tendenza rispetto alla forte espansione delle attività nette sull'estero conseguita dalle *banche negli Stati Uniti* nell'ultimo trimestre del 1977 e nel 1978. Per l'effetto combinato di una accelerazione dell'indebitamento esterno e di un rallentamento degli impieghi all'estero, la posizione creditoria netta sull'estero delle banche negli Stati Uniti si è notevolmente ridotta, passando da \$26,7 miliardi alla fine del 1978 a \$5,2 miliardi.

Le passività sull'estero delle banche statunitensi hanno segnato un balzo in avanti del 42%, per un importo di \$38,7 miliardi. La raccolta di fondi si è prevalentemente concentrata sull'euromercato; le passività interbancarie, soprattutto verso le proprie filiali o case-madri all'estero, hanno contribuito con \$30,7 miliardi all'espansione totale. Altri \$4,7 miliardi sono provenuti da istituzioni ufficiali estere, mentre i depositi effettuati da operatori non bancari sono aumentati di soli \$2,6 miliardi. Questa struttura dell'indebitamento per categorie di depositanti si è anche rispecchiata nella distribuzione geografica dell'incremento. Verso l'area dichiarante (compresi i centri *offshore*) le passività sono aumentate di \$32,3 miliardi, mentre verso i paesi esportatori di petrolio e quelli in via di sviluppo esse si sono accresciute rispettivamente di \$5 e \$2,2 miliardi.

Le attività esterne delle banche negli Stati Uniti sono aumentate lo scorso anno di \$17,2 miliardi. La maggior parte di questa espansione va ascritta alle affiliate negli Stati Uniti di banche estere, mentre, per effetto del richiamo di fondi dalle filiazioni operanti all'estero, le attività delle banche con capitale statunitense hanno nel complesso registrato un incremento assai modesto. Contrariamente a quanto è avvenuto dal lato delle passività, è stato soprattutto il settore non bancario ad aver assorbito la maggior parte del nuovo credito; le attività verso enti pubblici esteri ed altri operatori non bancari sono infatti aumentate di \$5,1 e \$7,3 miliardi rispettivamente. Considerando la distribuzione geografica, ai paesi in via di sviluppo non petroliferi ed a quelli dell'Est europeo sono affluiti nuovi crediti per \$10,8 e \$0,6 miliardi rispettivamente, mentre le posizioni creditorie verso i paesi esportatori di petrolio hanno segnato una leggera flessione, dopo un prolungato periodo di forte espansione.

Anche le *filiali di banche USA nei centri offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente hanno svolto lo scorso anno un importante ruolo di intermediazione dei fondi affluiti dal resto del mondo, ed in particolare dall'euromercato, al settore bancario statunitense. Su un aumento complessivo di \$21,2 miliardi nelle posizioni creditorie dichiarate di queste filiali, \$10,2 miliardi hanno rappresentato impieghi negli Stati Uniti e \$6,8 miliardi attività tra i medesimi centri *offshore*. Al di fuori dell'area dichiarante, le attività verso i paesi in via di sviluppo sono aumentate di \$4,5 miliardi.

Dal lato delle passività, le filiali *offshore* hanno notevolmente ridotto le loro posizioni debitorie verso le case-madri e le altre banche situate negli Stati Uniti, ma questi rimborsi sono stati ampiamente compensati da un'espansione dei depositi effettuati da operatori non bancari statunitensi, cosicché le passività verso gli Stati Uniti hanno complessivamente registrato solo un modesto calo. I nuovi fondi sono stati prevalentemente raccolti sull'euromercato, con un aumento, di \$17,8 miliardi, nelle posizioni debitorie delle filiali verso il resto dell'area dichiarante (compresi gli stessi centri *offshore*).

Sebbene per l'intero 1979 le *banche giapponesi* abbiano registrato uno dei piú alti tassi di crescita delle attività sull'estero, le piú severe direttive ufficiali sull'attività di credito in eurovalute si sono rispecchiate negli andamenti trimestrali. Di fatto, dopo un aumento pari ad un terzo nei primi nove mesi dell'anno, che va ad aggiungersi ad un incremento del 55% registrato nel 1978, l'attività di credito verso l'estero delle banche in Giappone ha segnato una battuta d'arresto nell'ultimo trimestre, quando il Ministero delle Finanze ha sospeso la partecipazione delle banche giapponesi al mercato dei prestiti consorziali a medio termine. Le passività sull'estero in valuta sono salite del 54%, mentre, a causa dell'indebolimento dello yen, i massicci afflussi di fondi in moneta nazionale registrati nel 1978 sono in gran parte rifluiti all'estero; di conseguenza, in termini di dollari le passività sull'estero in yen delle banche giapponesi hanno registrato un calo da \$8,7 a 3,8 miliardi.

L'andamento dei mercati obbligazionari internazionali.

Il 1979 e i primi mesi del 1980 hanno registrato rilevanti perturbazioni e rapidi mutamenti sui mercati obbligazionari internazionali. L'aumento dei tassi di interesse nei principali centri finanziari, l'esistenza di curve dei rendimenti invertite e le incertezze relative ai tassi di cambio hanno talora creato un clima piuttosto sfavorevole al collocamento e alla fissazione del prezzo delle nuove emissioni. Nondimeno, in virtù della flessibilità del mercato, l'attività nel complesso si è mantenuta a un buon livello ed è stato solo nei primi mesi del 1980 che l'impennata dei tassi di interesse USA a livelli mai raggiunti in precedenza ha dato origine a un volume di emissioni veramente basso.

Nel 1979 il totale delle nuove emissioni di euroobbligazioni e di obbligazioni estere è ammontato a \$37,1 miliardi, con un calo di soli \$0,2 miliardi rispetto al 1978. Tuttavia, la composizione delle nuove emissioni ha risentito delle turbolenze dei mercati. Le emissioni di obbligazioni estere, che hanno avvertito piú direttamente le tensioni createsi sui mercati nazionali, sono diminuite di \$2,2 miliardi, portandosi a \$19,2 miliardi. Così, le emissioni estere sul mercato finanziario degli Stati Uniti, pari a \$4,6 miliardi, segnano una riduzione di \$1,8 miliardi come conseguenza della diminuzione dei fondi raccolti dai mutuatari sia canadesi che europei. In Giappone le emissioni estere in yen sono diminuite da \$4,7 a 3,1 miliardi, risentendo non solo dei crescenti tassi di interesse, ma anche dell'indebolimento dello yen e dei rilevanti programmi di indebitamento dello Stato. Per contro, le emissioni estere in Svizzera hanno raggiunto il notevole livello di \$9 miliardi, superiore di \$1,5 miliardi a quello del 1978. I mutuatari esteri sono stati attratti verso questo mercato dal livello relativamente basso dei tassi di interesse e dall'andamento meno sostenuto del franco svizzero sul mercato dei cambi. Naturalmente, considerazioni sostanzialmente simili hanno attenuato l'interesse degli investitori. Nonostante l'abbondante liquidità interna e l'abolizione, nel gennaio 1979, delle restrizioni all'acquisto di titoli denominati in franchi svizzeri da parte di non residenti, il mercato ha attraversato periodi di congestione e l'attività di emissione estera ha dovuto essere temporaneamente ridotta.

Il mercato delle euroobbligazioni è stato alquanto piú vivace di quello delle obbligazioni estere. Dopo una riduzione da \$19,5 miliardi nel 1977 a \$15,9 miliardi nel 1978, il volume delle nuove emissioni è risalito nel 1979 a \$17,9 miliardi. I motivi che stanno alla base di questa ripresa sono stati il miglior andamento del dollaro USA sul mercato dei cambi e l'accresciuto ricorso a tassi di interesse variabili e a formule simili che

Emissioni obbligazionarie internazionali.¹

Aree o paesi mutuatari	Anni	Emissioni euroobbligazionarie				Emissioni estere			
		Totale	di cui			Totale	di cui		
			dollari USA	marchi tedeschi	colloca-menti privati		negli Stati Uniti	in Svizzera	colloca-menti privati
milioni di dollari USA									
Europa occidentale .	1977	9.010	5.740	2.780	1.860	5.060	1.280	2.650	2.910
	1978	5.410	2.440	2.240	1.310	6.090	1.640	2.590	1.840
	1979	7.120	3.730	2.030	1.280	5.660	970	4.030	2.440
	1980/I	1.980	900	760	110	1.260	30	890	590
Canada	1977	1.950	990	410	70	3.430	2.980	360	1.830
	1978	830	470	360	380	3.930	3.270	230	990
	1979	1.400	830	30	30	2.720	2.060	510	560
	1980/I	—	—	—	—	580	490	10	40
Stati Uniti . . .	1977	1.300	1.190	10	430	220	—	20	200
	1978	1.290	970	230	200	370	—	220	150
	1979	2.570	2.480	60	130	160	—	60	—
	1980/I	350	240	110	110	1.260	—	90	90
Altri paesi sviluppati ² .	1977	2.080	1.450	590	320	1.450	670	660	510
	1978	2.550	920	1.590	400	2.940	410	1.870	2.080
	1979	1.730	730	960	250	3.620	80	3.180	2.880
	1980/I	210	200	10	10	710	—	460	440
Resto del mondo ³ .	1977	2.660	990	1.190	500	1.610	820	400	440
	1978	2.990	1.080	1.290	750	2.200	440	540	830
	1979	1.830	1.300	410	210	1.410	370	280	330
	1980/I	20	20	—	—	50	30	20	30
Istituzioni internazionali	1977	2.480	1.980	240	880	4.840	1.920	870	1.810
	1978	2.870	1.810	820	1.230	5.850	600	2.000	3.070
	1979	3.250	1.460	1.370	1.280	5.610	1.110	900	2.860
	1980/I	140	40	50	60	710	250	220	110
Totale delle emissioni collocate . .	1977	19.480	12.340	5.220	4.060	16.610	7.670	4.960	7.700
	1978	15.940	7.690	6.530	4.270	21.380	6.360	7.450	8.960
	1979	17.900	10.530	4.880	3.180	19.180	4.590	8.960	9.070
	1980/I	2.700	1.400	930	290	4.570	800	1.690	1.300

¹ Dati basati su fonti BIRS e OCSE. ² Australia, Giappone, Nuova Zelanda e Sud Africa. ³ Compresi i paesi dell'Europa orientale.

hanno aiutato il mercato a superare alcune delle più gravi incertezze connesse alle sfavorevoli prospettive circa l'inflazione. L'influenza di questi due fattori si è fatta sentire soprattutto nel settore delle emissioni in dollari, il cui volume è passato da \$7,7 miliardi nel 1978 a \$10,5 miliardi, mentre contemporaneamente è cresciuta dal 30 al 35% la quota delle *notes* a tasso di interesse variabile. Queste *notes* non vengono acquistate in misura molto consistente dai privati, ma sono soprattutto assunte dalle banche stesse e quindi sono per un certo aspetto più vicine al mercato dell'eurocredito che a quello delle emissioni.

Diversamente dalle emissioni in dollari, quelle in euromarchi si sono ridotte da \$6,5 miliardi nel 1978 a \$4,9 miliardi. In considerazione della mutata posizione del marco tedesco sul mercato dei cambi, i rendimenti delle euroobbligazioni in marchi non hanno attratto investitori nella stessa misura che nel 1978. Inoltre, nell'intento di limitare il ruolo internazionale del marco tedesco, la Bundesbank ha sollecitato le

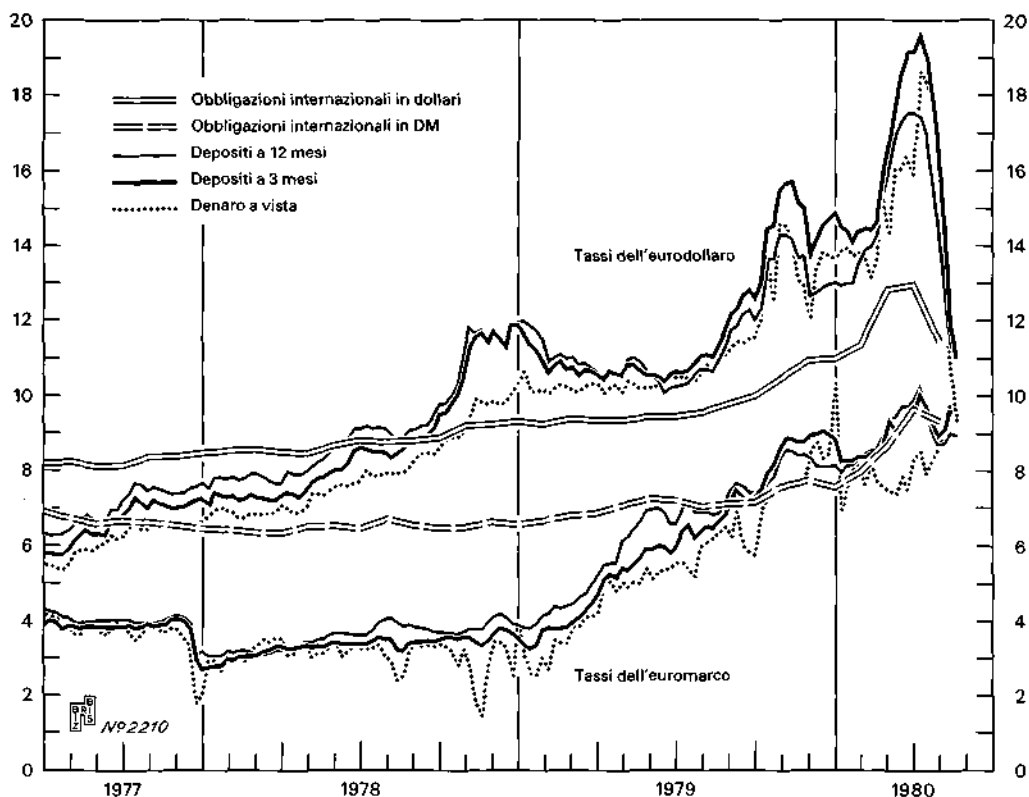
banche a non applicare alle emissioni in marchi la formula del tasso di interesse variabile. Le emissioni di euroobbligazioni in altre valute o in unità di conto sono rimaste di secondaria importanza; il complesso delle emissioni in eurodollari e in euromarchi ha coperto l'86% del volume totale del mercato.

Per quanto riguarda le categorie di mutuatari, un aspetto saliente del 1979 è rappresentato dalla crescente difficoltà incontrata dai paesi in via di sviluppo nell'accedere direttamente ai mercati delle emissioni internazionali. In particolare ciò è avvenuto nel quarto trimestre, quando l'improvviso peggioramento delle condizioni del mercato ha colpito più fortemente i mutuatari non di prim'ordine. Di conseguenza, le emissioni dirette da parte dei paesi emergenti si sono ridotte da \$ 5,2 miliardi nel 1978 a \$ 3,2 miliardi; quelle da parte delle istituzioni internazionali per lo sviluppo (escluse quelle europee) sono tuttavia ammontate a \$ 5 miliardi, con solo un leggero calo rispetto al 1978.

Il ricorso al mercato delle emissioni da parte dei paesi dell'OCSE è cresciuto da \$ 22,8 miliardi nel 1978 a \$ 24,6 miliardi. Le società degli Stati Uniti, traendo vantaggio dalle condizioni relativamente più favorevoli sul mercato internazionale rispetto a quelle del mercato interno, hanno aumentato le emissioni da \$ 1,7 a 2,7 miliardi. I mutuatari giapponesi hanno incrementato la propria raccolta di fondi da \$ 2,8 a 3,8 miliardi. In considerazione dei tassi di interesse relativamente bassi, essi hanno emesso soprattutto titoli in franchi svizzeri e in marchi tedeschi. Tuttavia, l'interesse degli investitori per le

Tassi di interesse sui depositi in eurovalute e rendimenti delle obbligazioni in dollari USA e in DM sui mercati internazionali*.

Media settimanali e tassi di fine mese.



*I rendimenti delle obbligazioni sono calcolati in relazione alla scadenza media.

emissioni giapponesi, effettuate in gran parte sotto forma di obbligazioni convertibili, è stato diminuito nell'ultimo periodo dell'anno dalla tendenza al ribasso del mercato azionario di Tokio. Fra gli altri paesi i cui residenti hanno aumentato il proprio ricorso alle emissioni di obbligazioni internazionali vi sono stati la Svezia, la Francia e i Paesi Bassi. Per contro, il Canada, di gran lunga il maggior mutuatario nel 1978, ha ridotto la propria raccolta lorda di nuovi fondi da \$4,8 a 4,1 miliardi, dato che il disavanzo della propria bilancia dei pagamenti è stato ampiamente finanziato da afflussi di capitali a breve termine attraverso il settore bancario.

Nel corso del 1979 i mercati hanno attraversato diverse fasi, con frequenti e improvvisi mutamenti di umore che rispecchiavano le forti incertezze circa l'inflazione, la congiuntura economica e le conseguenze economiche dei nuovi rincari del petrolio. L'anno era iniziato in modo alquanto favorevole, con una migliore prospettiva per il dollaro sul mercato dei cambi e con aspettative di una flessione dei tassi di interesse a lungo termine sul dollaro che hanno contribuito a un forte ritorno alle emissioni in eurodollari, passate da \$1 miliardo solamente nell'ultimo trimestre del 1978 a rispettivamente \$2,7 e 3,7 miliardi nel primo e nel secondo trimestre del 1979. Questa notevole espansione è stata conseguita nonostante la curva dei rendimenti invertita e un mercato piuttosto agitato, dove la corsa dei mutuatari per fruire delle favorevoli condizioni del mercato, insieme con l'esitazione da parte degli investitori, ha dato origine a ricorrenti periodi di congestione.

Nei mesi estivi le nuove difficoltà del dollaro sul mercato dei cambi e l'accentuarsi della tendenza al rialzo dei tassi di interesse degli Stati Uniti ancora una volta hanno invertito l'andamento del settore delle obbligazioni in eurodollari. In particolare, dal mese di settembre in poi, l'aumento vertiginoso dei tassi di interesse degli Stati Uniti ha fatto scendere a minimi storici i prezzi delle obbligazioni in dollari e ha fatto sì che gran parte delle nuove emissioni in dollari a tasso di interesse fisso venisse posticipata o ritirata. Come conseguenza, l'attività di emissione è scesa al 69% circa del volume registrato nel secondo trimestre, mentre i rendimenti sono aumentati dal 9,5% circa in luglio a quasi l'11% in novembre.

Dopo un secondo trimestre caratterizzato da un'attività relativamente stagnante, nell'estate del 1979 la domanda di titoli in franchi svizzeri e in marchi tedeschi è stata incoraggiata dal nuovo indebolimento del dollaro, e l'attività di emissione internazionale in entrambi questi settori del mercato si è ripresa in maniera rilevante. Tuttavia, nell'ultimo trimestre l'indirizzo decisamente più restrittivo della politica monetaria interna degli Stati Uniti, che ha contribuito ad attenuare la tensione sui mercati dei cambi, ha facilitato un ulteriore inasprimento delle politiche monetarie in Germania e in Svizzera, dove le autorità erano preoccupate per la ripresa delle pressioni inflazionistiche interne. L'influsso di questi fattori si è fatto particolarmente sentire nel settore del franco svizzero, dove le emissioni estere sono scese al 55% del livello raggiunto nel terzo trimestre, che peraltro era assai elevato.

Con l'intensificarsi delle aspettative inflazionistiche negli Stati Uniti e con gli effetti che ciò ha comportato sui tassi di interesse del dollaro e sui mercati delle emissioni statunitensi, le condizioni sul mercato delle euroobbligazioni sono ulteriormente peggiorate nel primo trimestre del 1980. Mentre i rendimenti delle obbligazioni in eurodollari subivano un aumento eccezionalmente brusco - dall'11% circa alla fine del 1979 al 13% alla fine del marzo successivo - il volume delle nuove emissioni in dollari è sceso a \$1,4 miliardi, poco più della metà del livello medio trimestrale registrato nel 1979,

nonostante il notevole rafforzamento del dollaro sui mercati dei cambi. Le ripercussioni internazionali dell'aumento vertiginoso dei tassi di interesse negli Stati Uniti, insieme alla solidità del dollaro, hanno inciso sulle condizioni di emissione delle euroobbligazioni in marchi tedeschi e delle obbligazioni estere in franchi svizzeri: i rendimenti sulle euroobbligazioni in marchi sono saliti di oltre 200 punti base portandosi intorno al 9,5% alla fine del trimestre e in marzo i calendari delle emissioni sui due mercati hanno dovuto essere nettamente sfoltiti.

Tuttavia, nel corso di aprile i mercati obbligazionari hanno reagito molto prontamente all'improvviso allentamento delle condizioni monetarie interne degli Stati Uniti e alla brusca caduta dei tassi di interesse a breve del dollaro. Nonostante le precedenti pessimistiche previsioni, l'attività di emissione ha iniziato ad aumentare in modo molto rilevante e alla fine del mese i rendimenti delle obbligazioni in eurodollari erano scesi di 1,5 punti percentuali rispetto al valore massimo registrato in marzo.

VII. LA SCENA MONETARIA INTERNAZIONALE.

Il presente capitolo è dedicato all'esame dei principali sviluppi in campo monetario internazionale negli ultimi diciotto mesi. La prima sezione tratta dell'evoluzione dei tassi di cambio, nel cui contesto spiccano l'ulteriore ripresa del dollaro nel 1979, la maggiore stabilità dei tassi di cambio delle altre principali monete, fatta eccezione per lo yen e la sterlina inglese, le forti oscillazioni del dollaro, nel periodo marzo-aprile 1980, rispetto alla maggior parte delle monete europee e il primo anno di funzionamento del meccanismo dei tassi di cambio del Sistema monetario europeo. La seconda sezione analizza i fattori che hanno favorito la maggiore stabilità dei tassi di cambio di gran parte delle più importanti monete durante quasi tutto il periodo in considerazione, nonché le prospettive di stabilità valutaria. La terza sezione prende in esame l'andamento della produzione e del mercato dell'oro, ed in particolare il rincaro senza precedenti dell'oro durante il 1979 e le prime settimane del 1980 e la successiva brusca caduta. La quarta sezione descrive: l'evoluzione delle riserve globali, caratterizzata in particolare dal rallentamento nella crescita delle riserve valutarie, causato in misura considerevole dal passaggio ad una posizione fortemente attiva della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti; gli effetti sulle riserve auree dell'aumento nel prezzo di mercato dell'oro; l'introduzione dell'Unità monetaria europea (ECU) come attività di riserva detenuta dalle autorità monetarie dei paesi aderenti al Sistema monetario europeo. Il capitolo si conclude analizzando brevemente l'attuale situazione e la prevedibile evoluzione delle riserve globali.

L'andamento dei tassi di cambio.

Durante il periodo in esame tre principali caratteristiche hanno contraddistinto l'andamento dei tassi di cambio. La prima è costituita dalla ripresa del dollaro USA, la cui debolezza era stata alla base dello sconvolgimento del mercato dei cambi nel 1977-78. Agli inizi dell'aprile 1980 il dollaro aveva recuperato tre quarti della perdita del 18% nel suo indice (ponderato in base all'interscambio con l'estero) registrata tra il luglio 1977 e l'ottobre 1978. Tuttavia, il recupero non è stato continuativo, e a partire dalla metà del giugno 1979 vi sono stati momenti in cui il dollaro era soggetto a pressioni alquanto forti. Inoltre, nei mesi di marzo e aprile del 1980, il dollaro ha subito forti oscillazioni nei confronti di alcune delle maggiori monete. La seconda caratteristica è rappresentata dai fortissimi movimenti segnati dai tassi di cambio dello yen e della sterlina. Agli inizi dell'aprile 1980 il tasso di cambio ponderato dello yen era circa del 23% al disotto del suo livello di fine 1978, e questa flessione è stata seguita da un apprezzamento dell'11% nel periodo che va sin verso la fine del maggio 1980. Per contro, la sterlina nel periodo sotto rassegna si è apprezzata di circa il 16% su base ponderata. La terza caratteristica consiste nella relativa stabilità dei tassi di cambio delle altre maggiori monete. Il tasso di cambio ponderato del franco svizzero, che fra il settembre 1977 ed il settembre 1978 era salito del 40%, durante il periodo in considerazione si è mosso entro una fascia d'oscillazione dell'11,75%; quello del marco tedesco, che tra la fine del 1976 e l'ottobre 1978 si era apprezzato del 15%, è oscillato entro un intervallo del 7,25%. Anche nei confronti del dollaro queste due monete, se si

prescinde dal periodo marzo-aprile 1980, hanno avuto movimenti di minore ampiezza che in passato. Per quanto riguarda gli altri paesi europei, l'area di stabilità dei tassi di cambio si è ampliata con la partecipazione del franco francese, della lira italiana e della sterlina irlandese al meccanismo dei tassi di cambio dello SME, mentre il dollaro canadese si è stabilizzato dopo la sua forte perdita di valore nel 1977-78.

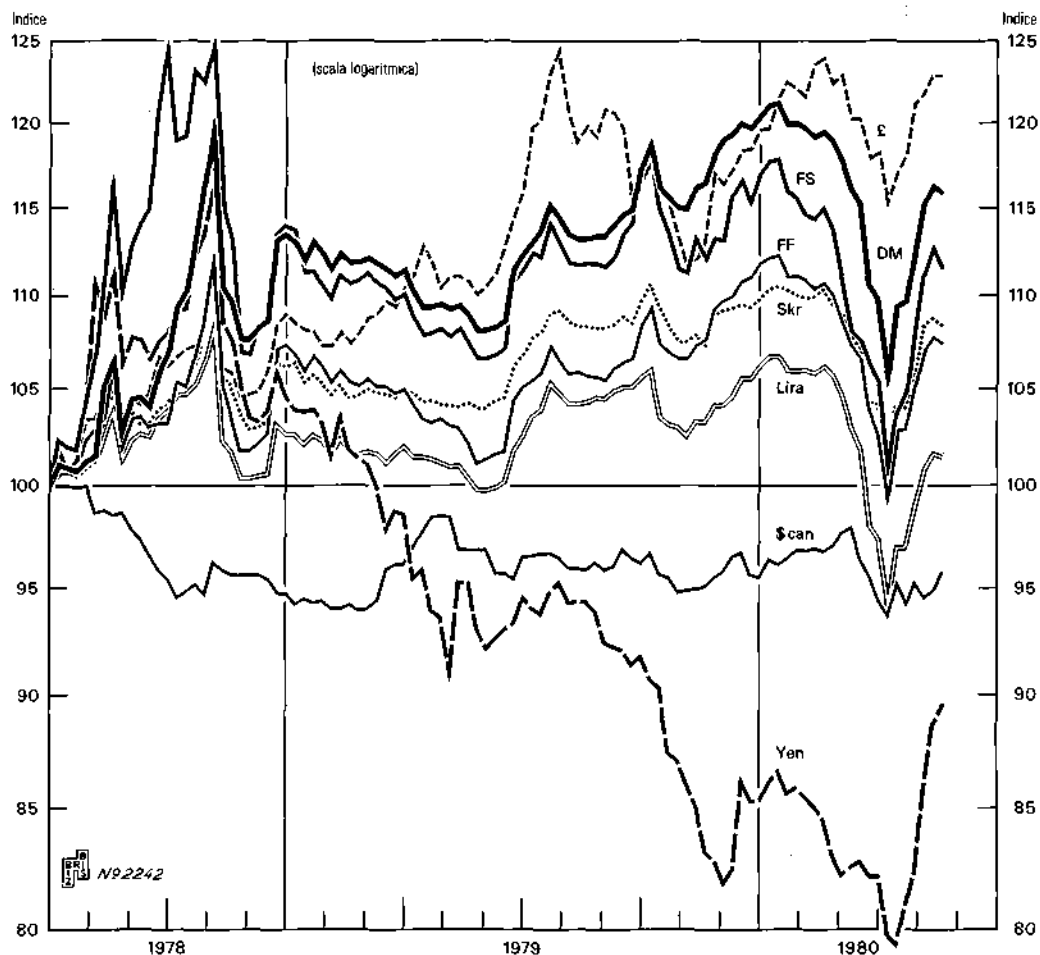
Il rafforzamento del dollaro non solo ha contribuito a movimenti dei tassi di cambio decisamente diversi da quelli prodottisi nel 1977-78, ma ha anche migliorato la situazione generale dei mercati dei cambi. Durante gran parte del periodo considerato, pur richiedendosi talvolta cospicui interventi ufficiali, i mercati non hanno manifestato le oscillazioni abnormi osservate nei due anni precedenti. Nei mesi di marzo e aprile 1980, tuttavia, il tasso di cambio del dollaro è dapprima salito e quindi è ridisceso di circa il 10% nei confronti di alcune fra le maggiori monete, con oscillazioni di quasi il 5% nell'arco di un solo giorno.

In seguito ad interventi di sostegno per \$6,7 miliardi effettuati dalle autorità degli Stati Uniti negli ultimi due mesi del 1978, nonché ai cospicui acquisti di dollari da parte delle autorità tedesche, giapponesi e svizzere, il dollaro USA ha iniziato a rafforzarsi autonomamente a partire dal gennaio 1979, allorché si è consolidata la fiducia in questa moneta, e gli ampi differenziali nei tassi di interesse in suo favore hanno cominciato a dominare i mercati dei cambi. Alla fine di aprile le autorità degli Stati Uniti avevano rimborsato tutti i debiti in valuta estera verso le altre banche centrali; e all'inizio di giugno il dollaro aveva recuperato su base ponderata circa il 10% rispetto al minimo del 1978, mentre nei confronti dello yen, del franco svizzero e del marco tedesco si era apprezzato rispettivamente del 25,75, del 16,5 e del 10,75%.

A metà giugno, allorché i favorevoli differenziali dei tassi di interesse si erano ridotti in modo considerevole, il dollaro è stato nuovamente soggetto a pressioni al ribasso e le autorità degli Stati Uniti hanno venduto, in giugno e in luglio, l'equivalente netto di \$4,7 miliardi in valuta estera, soprattutto marchi tedeschi. Dopo un periodo di stabilità alla fine di luglio, il dollaro si è nuovamente indebolito verso la metà di settembre, in presenza di un'accelerazione dell'inflazione negli Stati Uniti e del perdurante sconfinamento degli aggregati monetari rispetto al tasso di crescita fissato come obiettivo. Tra l'inizio di agosto e i primi di ottobre le autorità degli Stati Uniti hanno venduto marchi tedeschi per l'equivalente di \$4,2 miliardi, ed in settembre il tasso di sconto della Federal Reserve è stato elevato all'11%. Nel corso di settembre il dollaro ha perso il 4,75 e il 6,5% rispettivamente nei confronti del marco tedesco e del franco svizzero e alla fine del mese esso era quotato a DM 1,7425 e FS 1,5525. Su base ponderata, comunque, la perdita di valore era di poco superiore all'1%, soprattutto a causa dell'apprezzamento nei confronti dello yen.

Il 5 ottobre la Federal Reserve ha annunciato un ampio ventaglio di misure, descritte nel Capitolo IV, per inasprire il controllo monetario, ed il dollaro ha cominciato ad apprezzarsi nei confronti di tutte le maggiori monete. Agli inizi di novembre il tasso di cambio effettivo era cresciuto del 4,25% rispetto al livello di fine settembre, superando così il livello d'inizio giugno. Dopo la metà di novembre, tuttavia, diversi eventi politici ed economici, fra cui l'occupazione dell'ambasciata americana a Teheran, l'intervento militare sovietico in Afghanistan, l'ulteriore rincaro del petrolio e un'ondata di aumenti nei prezzi dei metalli preziosi e di talune materie prime, hanno generato una nuova pressione sul dollaro. All'inizio del gennaio 1980 il tasso di cambio effettivo del dollaro era inferiore di circa il 3% ai livelli segnati agli inizi del giugno e

Tassi di cambio nominali: oscillazioni rispetto al dollaro USA.
Indici delle quotazioni a pronti di alcune monete.
Dati di metà settimana, fine giugno 1978 = 100.

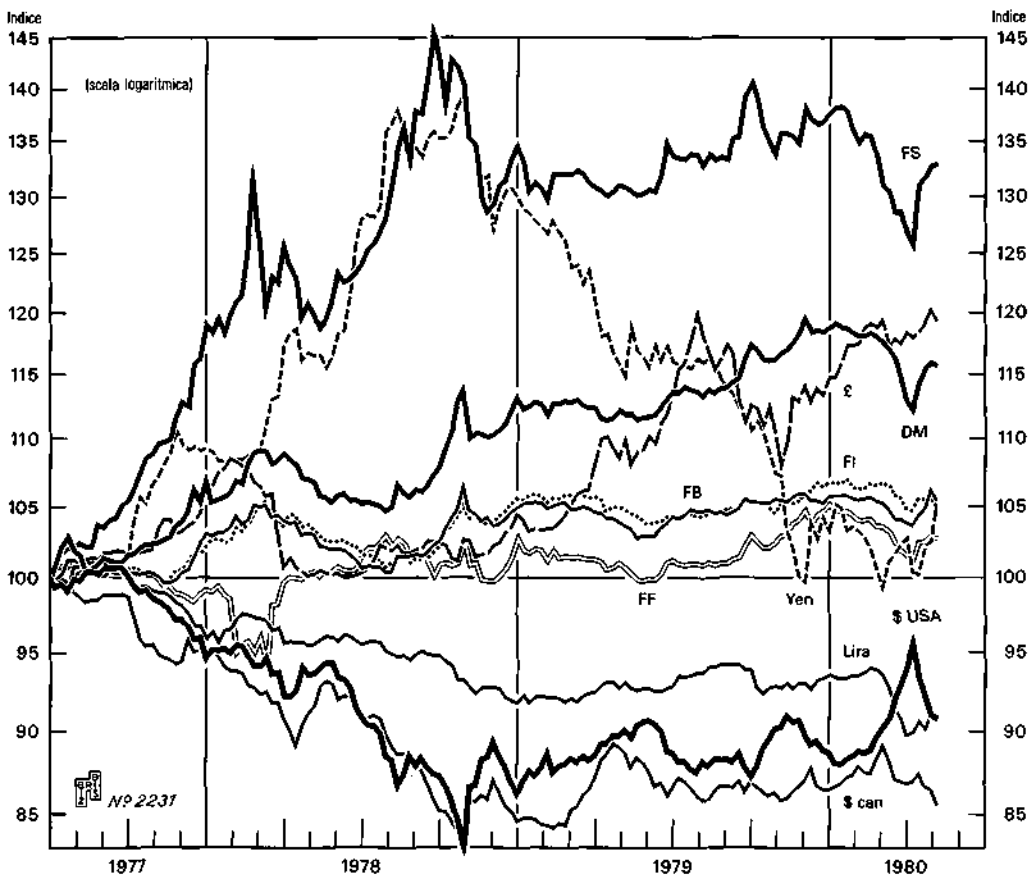


del novembre 1979. Nei confronti del marco tedesco il dollaro toccava il minimo di circa DM 1,70.

Alla metà di gennaio del 1980 il mercato si è orientato in favore del dollaro. Gli operatori hanno iniziato a riconsiderare la vulnerabilità degli altri paesi di fronte agli avvenimenti succitati. Per di più, la bilancia dei pagamenti correnti degli Stati Uniti era migliorata notevolmente nel corso del 1979, mentre quella della Germania e quella del Giappone, in particolare, avevano subito un peggioramento. In seguito all'annuncio dei provvedimenti antinflazionistici, monetari e fiscali descritti nel Capitolo IV (pagina 68) e di un ulteriore forte aumento dei tassi di interesse degli Stati Uniti, il dollaro si è rapidamente apprezzato, tra il 12 marzo e il 1° aprile, guadagnando quasi il 9,75% e l'8,5% nei confronti rispettivamente del marco tedesco e del franco svizzero. Tale tendenza si è ben presto invertita allorché, agli inizi di aprile, i tassi di interesse sul dollaro hanno cominciato a flettere, restringendo il differenziale positivo sul marco da circa 10 punti a solo 1 punto verso la fine di maggio. A quell'epoca la moneta americana era scesa del 9,50% rispetto al marco tedesco, situandosi a poco meno di DM 1,79, e dell'11,25% rispetto al franco svizzero, raggiungendo la quotazione di FS 1,66.

Fra i primi di gennaio e la fine di maggio del 1979 il *marco tedesco* si è deprezzato nei confronti del dollaro da DM1,8075 a DM1,9225. Durante questo periodo la Bundesbank è intervenuta vigorosamente per attenuare il movimento del tasso di cambio, con una perdita di riserve pari a \$6,6 miliardi. Inoltre, nella prima metà dell'anno le autorità degli Stati Uniti hanno acquistato marchi tedeschi per l'equivalente netto di \$4,5 miliardi. Dalla metà di giugno in poi, con una politica monetaria della Bundesbank volta sempre più a contenere le pressioni inflazionistiche, il marco tedesco, che da alcune settimane andava rafforzandosi rispetto alle altre monete che fanno parte del meccanismo del tasso di cambio dello SME, ha iniziato ad apprezzarsi anche nei confronti del dollaro. Sia la Bundesbank, sia la Federal Reserve sono intervenute su scala piuttosto ampia e la pressione si è sopita dopo che alla metà di luglio il marco tedesco era salito a DM1,8025 nei confronti del dollaro. A quel punto il tasso di cambio effettivo del marco tedesco aveva guadagnato il 2,25% rispetto a metà maggio e si collocava a un livello superiore dello 0,75% a quello esistente alla fine del 1978. Dalla metà di settembre in avanti, tuttavia, quando il dollaro è stato soggetto a nuove pressioni, il marco ha attratto fondi in misura superiore alle altre monete dello SME. La Bundesbank è intervenuta decisamente sul mercato, come emerge dal conseguente guadagno di riserve di \$2,4 miliardi in quel mese, e alcuni altri paesi aderenti allo SME

Tassi di cambio effettivi.
Quotazioni di fine settimana (fine giugno 1977 = 100).



Fonte: Banca d'Inghilterra.

hanno venduto ingenti quantità di marchi tedeschi per sostenere le proprie monete. Poco prima del riallineamento delle parità nell'ambito dello SME, il 24 settembre, il marco tedesco si situava al livello di DM 1,7725 nei confronti del dollaro, mentre il suo tasso di cambio ponderato era salito del 2% a partire dalla metà di luglio. Il marco tedesco è stato quindi rivalutato del 5% rispetto alla corona danese e del 2% nei confronti delle altre monete aderenti al meccanismo dei tassi di cambio dello SME.

Le tensioni nell'ambito dello SME si sono quindi smorzate e, dopo aver raggiunto il livello di DM 1,7375 agli inizi di ottobre, il marco tedesco ha preso a deprezzarsi nei confronti del dollaro portandosi a quota DM 1,8125. Le nuove spinte al rialzo sul marco tedesco prodottesi in novembre e quindi agli inizi di dicembre hanno tuttavia riportato il cambio con il dollaro a un livello di poco superiore a DM 1,70. Durante il primo trimestre del 1980 il marco tedesco ha perso sensibilmente valore nei confronti del dollaro. Alla fine di febbraio il dollaro era quotato DM 1,7725, ed il deprezzamento è andato accelerando in marzo, allorché il differenziale tra i tassi di interesse a breve delle due monete era balzato a quasi 10 punti percentuali. All'inizio di aprile il cambio con il dollaro aveva raggiunto DM 1,9775 ed il marco tedesco risultava deprezzato, dall'inizio di dicembre, del 13,5% rispetto al dollaro e del 5,25% su base ponderata. La successiva rapida ripresa ha riportato il cambio con il dollaro a DM 1,79 nella seconda metà di maggio, cosicché il tasso di cambio ponderato del marco tedesco si situava a un livello del 3% superiore a quello di inizio aprile.

Durante i primi cinque mesi del 1979, il tasso di cambio del *franco svizzero* è diminuito del 2,75% su base ponderata, deprezzandosi rispettivamente del 7 e del 2,25% nei confronti del dollaro e del marco tedesco. Questo andamento è imputabile a una serie di fattori: la ripresa di fiducia nel dollaro, un differenziale di 10 punti tra i tassi di interesse a breve sul dollaro e sul franco svizzero, la politica iniziata nell'ottobre del 1978 di porre un limite superiore al tasso di cambio con il marco tedesco e la decisione delle autorità di non fissare per il 1979 un obiettivo di crescita monetaria. Nonostante gli interventi a sostegno per \$7,5 miliardi effettuati dalle autorità svizzere nel periodo marzo-maggio 1979, verso la fine di maggio la flessione del franco rispetto al massimo del settembre 1978 ammontava al 10,75% su base ponderata, mentre il deprezzamento nei confronti del dollaro e del marco tedesco, le cui quotazioni si erano portate a FS 1,74 e FS 0,905, era di quasi il 16%. Il 31 maggio le autorità svizzere hanno revocato alcune delle restrizioni poste all'afflusso di fondi esteri, fra le quali il sistema di autorizzazione obbligatoria per l'indebitamento di soggetti esteri non bancari per somme superiori a FS 50.000; il vincolo del pareggio giornaliero fra le passività e le attività totali delle banche in valuta estera; il potere attribuito alla Banca Nazionale Svizzera — peraltro mai esercitato — di sterilizzare i ricavi in franchi svizzeri degli interventi sul mercato dei cambi.

Dopo la metà di giugno, con l'indebolimento del dollaro, il franco iniziava nuovamente ad apprezzarsi. A metà luglio il cambio con il dollaro era sceso a FS 1,625 e all'inizio di ottobre a FS 1,5425. A quel punto il tasso di cambio ponderato del franco era salito dalla fine di maggio di circa il 6%, pur restando molto stabile nei confronti del marco tedesco, rimasto a circa FS 0,90. In seguito ai provvedimenti americani del 6 ottobre, il franco perdeva rapidamente il terreno guadagnato in precedenza e, verso la fine dello stesso mese, si collocava intorno a FS 1,68 nei confronti del dollaro. La moneta svizzera si deprezzava anche rispetto al marco tedesco portandosi a FS 0,9275. All'inizio di novembre il saggio ufficiale di sconto e quello applicato alle anticipazioni su titoli sono stati portati, con un aumento di un punto percentuale, rispettivamente al

2 e al 3%, e a dicembre veniva altresì abolito l'interesse bancario negativo del 10% trimestrale sui depositi in franchi di non residenti. Verso la fine di dicembre il franco si stabilizzava intorno a FS 1,60 per un dollaro.

Durante i primi tre mesi del 1980 il franco svizzero si è deprezzato più di qualsiasi altra importante moneta, sia rispetto al dollaro sia su base ponderata. In rapporto al dollaro la flessione nel periodo 3 gennaio-1° aprile è stata di circa il 16%, da FS 1,5725 a FS 1,8725. Su base ponderata la perdita di valore è stata di circa il 9%. Durante questo periodo le autorità svizzere hanno adottato varie misure nell'intento di arrestare il deprezzamento del franco. Il 21 febbraio è stato ripristinato il pagamento dell'interesse sui depositi a risparmio e in conto corrente di non residenti presso le banche svizzere e sui depositi vincolati con scadenza a sei o più mesi intestati a banche centrali estere presso la Banca Nazionale Svizzera. Una settimana dopo la Banca Nazionale Svizzera ha elevato il saggio ufficiale di sconto e il tasso sulle anticipazioni rispettivamente al 3 e al 4%, ed ai primi di marzo sono state abolite le restrizioni poste alle vendite a termine di franchi svizzeri a non residenti. A metà marzo, tuttavia, il differenziale tra i tassi a breve termine sul dollaro e sul franco era di 13 punti percentuali. Il 28 marzo le autorità svizzere hanno annunciato che intendevano impedire ogni ulteriore deprezzamento del franco nei confronti del marco tedesco, la cui quotazione si era portata a FS 0,95, corrispondente ad una perdita di valore del 20% rispetto al livello di fine settembre 1978. Nella successiva fase di recupero il franco svizzero si è apprezzato in misura superiore a qualsiasi altra moneta, eccetto lo yen. Verso la fine di maggio esso aveva riguadagnato circa il 5,5% su base ponderata e il 12,75% in rapporto al dollaro, quotato FS 1,66.

La perdita di valore esterno dello *yen giapponese* dalla fine del 1978 all'aprile 1980 è stata quasi altrettanto sensazionale quanto il precedente aumento. Tra la fine del 1976 e la fine dell'ottobre 1978 lo yen si apprezzò sul dollaro da yen 293 a yen 176, toccando successivamente un minimo di yen 260 agli inizi dell'aprile 1980. Durante questi due periodi di tempo il tasso di cambio effettivo dapprima è cresciuto del 54%, scendendo in seguito del 28%. Quantunque le cause fondamentali del deprezzamento dello yen vadano ricercate in un ampio capovolgimento di posizione nella bilancia dei pagamenti di base e in un'inflazione dei prezzi all'ingrosso in rapido peggioramento, sia il ritmo sia l'ampiezza del fenomeno lasciano presumere che anche il fattore fiducia vi abbia avuto un ruolo determinante. Il cambiamento nella posizione dello yen emerge anche chiaramente dai dati pubblicati riguardanti le riserve ufficiali: dopo un aumento di \$ 15,2 miliardi nei quindici mesi che vanno sino alla fine del 1978, esse si sono ridotte di \$ 14,5 miliardi nei quindici mesi successivi.

Nei primi mesi del 1979 lo yen si è deprezzato rispetto al dollaro più velocemente di qualsiasi altra importante moneta. Alla luce di ciò, le autorità giapponesi hanno abolito l'obbligo di riserva sugli incrementi nei depositi liberi in yen intestati a non residenti, nonché le restrizioni poste a questi ultimi nell'acquisto di titoli giapponesi. In marzo e aprile la Banca del Giappone è intervenuta con forza sul mercato, per un importo di circa \$ 6,4 miliardi, e il 17 aprile ha innalzato il tasso di sconto dal 3,5 al 4,25%. Ciononostante, lo yen ha perso valore in rapporto al dollaro, passando da yen 196,75 agli inizi dell'anno a yen 225 circa ai primi di maggio, prima di recuperare a circa yen 212,75 a metà maggio. Al punto di minimo, lo yen era di circa il 21,5% al disotto del massimo rispetto al dollaro toccato alla fine dell'ottobre 1978, mentre su base ponderata, il deprezzamento era pari al 17,75%.

Lo yen si è quindi mantenuto intorno al livello di metà maggio per tutta l'estate, sia in rapporto al dollaro sia su base ponderata. Dopo la metà di ottobre, tuttavia, ha avuto luogo un ulteriore rapido deprezzamento, allorché la bilancia dei pagamenti di parte corrente del Giappone è passata in disavanzo e l'aumento dei prezzi all'ingrosso ha incominciato ad accelerarsi rapidamente. Nonostante i forti interventi della Banca del Giappone, le cui riserve hanno segnato una perdita di \$5,2 miliardi nei mesi di ottobre e novembre, e l'aumento del tasso di sconto dal 5,25 al 6,25% attuato il 2 novembre, lo yen si è deprezzato del 15,5% rispetto al suo livello di metà maggio, toccando yen 251,5 per un dollaro verso la fine di novembre. Il deprezzamento nel tasso di cambio ponderato, pari al 16%, è stato leggermente superiore. Il 27 novembre sono state prese ulteriori misure per stimolare gli afflussi di capitali. Esse comprendevano un aumento nel massimale posto all'ammontare in valuta estera convertibile in yen da parte delle banche operanti in Giappone ed un atteggiamento più morbido verso l'indebitamento estero delle imprese giapponesi. Il tasso di cambio è quindi tornato ad apprezzarsi, balzando a yen 231 per dollaro il 10 dicembre.

Il rafforzamento del dollaro durante il primo trimestre del 1980, tuttavia, ha comportato un'ulteriore sensibile flessione nel valore esterno dello yen, nonostante l'adozione di una serie di misure per favorire l'afflusso di capitali, fra le quali la soppressione, nel marzo 1980, del limite posto all'ammontare dei depositi in euroyen che le banche erano autorizzate a trasferire alle sedi nazionali, una liberalizzazione dei tassi di interesse sui depositi liberi in yen e l'abolizione delle restrizioni alla concessione di crediti in valuta estera a medio e lungo termine da parte delle banche giapponesi alle imprese nazionali. Il tasso di sconto della Banca del Giappone è stato aumentato, in due riprese, di 2,75 punti percentuali fino a portarlo al 9% il 19 di marzo. Inoltre, le autorità hanno continuato ad intervenire con vigore sul mercato, e in aprile sono stati conclusi accordi reciproci di credito su base *stand-by* per importi rispettivi di yen 200 miliardi (circa 1,5 miliardi di franchi svizzeri) e 2,5 miliardi in marchi tedeschi, con la Banca Nazionale Svizzera e la Deutsche Bundesbank. Agli inizi di aprile la quotazione sul dollaro era salita a yen 260,75, ossia al punto più alto registrato negli ultimi trenta mesi. Successivamente, allo scomparire dello sfavorevole differenziale dei tassi di interesse rispetto al dollaro, la moneta giapponese ha recuperato rapidamente, portandosi a yen 224 verso la fine di maggio.

Nonostante il forte peggioramento nella bilancia dei pagamenti correnti del Regno Unito, la *sterlina* è stata la sola moneta importante che nel periodo in esame ha registrato guadagni consistenti sia in rapporto al dollaro sia su base ponderata. Ciò è dovuto in parte agli elevati tassi di interesse interni e in parte alla convinzione che il Regno Unito fosse il meno esposto, fra i paesi industrializzati, ai rincari del petrolio. Nel mese di febbraio del 1979, la sterlina ha iniziato a guadagnare valore rispetto al dollaro, peraltro anch'esso in apprezzamento sulle altre maggiori monete. Alla metà di aprile il tasso effettivo di cambio aveva guadagnato il 5,5% dall'inizio dell'anno, mentre rispetto al dollaro la sterlina era salita da \$2,035 a 2,10 circa. La sterlina ha ripreso ad apprezzarsi fortemente a metà giugno, in quanto gli operatori hanno reagito favorevolmente alle misure monetarie e fiscali annunciate dal nuovo governo (cfr. Capitolo II). Poiché la Banca d'Inghilterra permetteva al tasso di cambio della sterlina di muoversi più liberamente, a fine luglio questo aveva guadagnato quasi il 9% su base ponderata rispetto al suo livello di metà aprile, toccando il punto massimo degli ultimi quattro anni di \$2,33 circa.

In agosto, con l'accelerarsi dell'inflazione ed il restringimento dei favorevoli differenziali dei tassi di interesse, la sterlina ha iniziato a deprezzarsi sia rispetto al dollaro sia su base ponderata. La perdita di valore si è accelerata verso la fine di ottobre, in seguito all'inasprimento della politica monetaria degli Stati Uniti e all'abolizione di ogni controllo valutario nel Regno Unito. Agli inizi di novembre la sterlina era scesa a \$2,0625 rispetto al dollaro, e su base ponderata era scesa del 10% al disotto del massimo di fine luglio. A metà novembre, dopo che la Banca d'Inghilterra aveva aumentato il *minimum lending rate* di 3 punti percentuali portandolo al valore massimo del 17%, ha avuto inizio un nuovo afflusso di fondi verso la sterlina. L'effetto di questo provvedimento sul tasso di cambio è stato rafforzato dagli avvenimenti iraniani e dall'annuncio di forti incrementi nel prezzo del petrolio. A metà febbraio 1980 la sterlina veniva nuovamente offerta a oltre \$2,30, ed il suo tasso effettivo di cambio era salito del 10,25% nei confronti del suo livello di inizio novembre. In marzo, con l'inversione del precedente favorevole differenziale tra i tassi di interesse sulla sterlina e quelli sul dollaro, la sterlina ha iniziato a flettere rispetto alla moneta americana, raggiungendo \$2,14 circa ai primi di aprile. Verso la fine di maggio essa era risalita a \$2,32 ed il suo tasso effettivo di cambio si situava leggermente al disopra del precedente massimo raggiunto nel luglio del 1979.

Su base ponderata le oscillazioni del *franco francese*, entro un intervallo di circa il 5,5%, sono state alquanto più ampie nel periodo preso in esame che nel 1978 (fatta eccezione per il periodo delle elezioni parlamentari del marzo 1978), nonostante l'adesione della Francia al meccanismo dei tassi di cambio dello SME. Le fluttuazioni dei tassi bilaterali di cambio del franco, tuttavia, sono state decisamente inferiori a quelle fatte registrare in precedenza. La relativa stabilità del franco durante il periodo in esame è dovuta a diversi fattori: il perdurante avanzo della bilancia dei pagamenti di parte corrente della Francia, la politica monetaria seguita dalle autorità francesi e la maggiore forza del dollaro sui mercati dei cambi.

Durante i primi cinque mesi del 1979 il franco si è deprezzato del 7% rispetto al dollaro, passando da FF4,1425 a FF4,455; successivamente esso si è di nuovo rafforzato stabilendosi a FF4,26 verso la fine di agosto. Nel meccanismo del tasso di cambio dello SME, in settembre il franco è stato soggetto a pressioni al ribasso in conseguenza della conversione in marchi tedeschi di ingenti fondi. Gli interventi ufficiali della Banca di Francia hanno tuttavia impedito al franco di raggiungere il suo limite bilaterale nei confronti del marco tedesco; nel contempo il tasso di cambio con il dollaro si portava a fine settembre a quota FF4,10. Dopo il riallineamento dei tassi centrali nell'ambito dello SME attuato il 24 settembre, vi è stato un riafflusso di fondi verso il franco, che ha incominciato ad apprezzarsi nei confronti delle altre monete del meccanismo dei tassi di cambio dello SME, toccando il limite superiore della fascia di oscillazione a metà novembre. Il tasso di cambio con il dollaro USA, dopo un deprezzamento a FF4,2375 a fine ottobre, è nuovamente migliorato raggiungendo FF4,02 alla fine del 1979. Durante i primi quattro mesi del 1980 le oscillazioni del franco rispetto al dollaro sono state simili a quelle della maggior parte delle monete europee. All'inizio di aprile esso si era portato a FF4,555 con una perdita di valore dell'11,75% rispetto al livello di fine 1979; successivamente la quotazione del franco si è ripresa raggiungendo FF4,16 verso gli ultimi giorni di maggio.

Dopo un deprezzamento di circa il 4,25% su base ponderata nel 1978, la *lira italiana* ha perso nel complesso un ulteriore 1,25% durante il periodo sotto rassegna. La

sua oscillazione su base ponderata dalla fine del 1978, (entro un intervallo del 5%) è stata quasi pari a quella del franco francese. Come per il franco, questa stabilità è dovuta all'effetto combinato di una solida bilancia dei pagamenti correnti e di una politica monetaria relativamente restrittiva. In effetti, la lira è stata ininterrottamente la moneta più forte nell'ambito del meccanismo dei tassi di cambio dello SME dal suo avvio il 13 marzo 1979 fino al primo riallineamento delle parità avvenuto in settembre. A causa di ciò, nei primi otto mesi del 1979 la lira è stata, in rapporto al dollaro, più stabile di altre maggiori monete, fluttuando, nell'ambito di una fascia del 5,5%, fra lire 811,75 a lire 857,5 per dollaro.

Quando a metà settembre si sono determinate tensioni all'interno del meccanismo dei tassi di cambio dello SME, la lira ha perso leggermente terreno rispetto alle altre monete partecipanti, ma non è mai stata soggetta a serie pressioni, e il suo tasso di cambio con il dollaro è migliorato passando da lire 817 a fine agosto a lire 801 all'inizio di ottobre. In seguito, la lira ha teso ad indebolirsi in rapporto sia al dollaro sia alle altre monete aderenti al meccanismo del tasso di cambio dello SME, fino a che, il 6 dicembre, il tasso di sconto della Banca d'Italia, con un aumento di 3 punti percentuali, è stato portato al 15%. A fine anno il tasso di cambio con il dollaro si situava a lire 804. Con il successivo rafforzamento del dollaro, all'inizio dell'aprile 1980 la moneta italiana ha raggiunto la quotazione di lire 912, ossia un livello senza precedenti negli ultimi quattro anni. Dalla metà di aprile la lira è stata la più debole fra le monete aderenti al meccanismo del tasso di cambio dello SME, ma rispetto al dollaro essa si è rafforzata raggiungendo il livello di lire 840 verso gli ultimi giorni di maggio.

Dopo due anni consecutivi in cui il tasso di cambio effettivo si era deprezzato di circa il 10%, il *dollaro canadese* ha fatto registrare un modesto ricupero del 3% circa durante il periodo in esame. Rispetto alla moneta degli Stati Uniti, il livello di \$USA 0,8325 all'inizio di febbraio del 1979 ha rappresentato il punto minimo. In seguito, nel corso dello stesso mese, il dollaro canadese ha iniziato a rafforzarsi rispetto alla moneta degli Stati Uniti, che a sua volta si stava apprezzando in relazione alle maggiori monete europee e allo yen. Alla fine di aprile il dollaro canadese era salito a \$USA 0,8775 e il suo indice ponderato era del 5,5% circa superiore a quello della fine del 1978. Dopo aver perso una parte del precedente guadagno in maggio, il dollaro canadese si è stabilizzato per il resto del 1979 tra \$USA 0,8425 e 0,865. Anche la sua oscillazione su base ponderata si è mantenuta entro un intervallo del 2,25%. Nei primi due mesi del 1980, il dollaro canadese si è ancora gradualmente rafforzato, superando \$USA 0,87 alla fine di febbraio. In seguito al fortissimo rialzo, a metà marzo, dei tassi di interesse praticati negli Stati Uniti, il suo valore è tuttavia sceso al disotto di \$USA 0,84 all'inizio di aprile, benché il suo tasso effettivo di cambio rimanesse ancora del 2,75% superiore al livello della fine del 1978. Il 2 aprile il saggio di sconto della Banca del Canada, che fin dal 13 marzo era stato fissato ad un 1/4 di punto percentuale al disopra del tasso di aggiudicazione settimanale dei buoni del Tesoro, ha raggiunto il 16,2%, cosicché i differenziali sfavorevoli dei tassi di interesse rispetto al dollaro USA si sono ridotti in misura consistente. Verso la fine di maggio il dollaro canadese si è ripreso fino a \$USA 0,8625, in parte come conseguenza del generale indebolimento del dollaro USA a partire dalla metà di aprile.

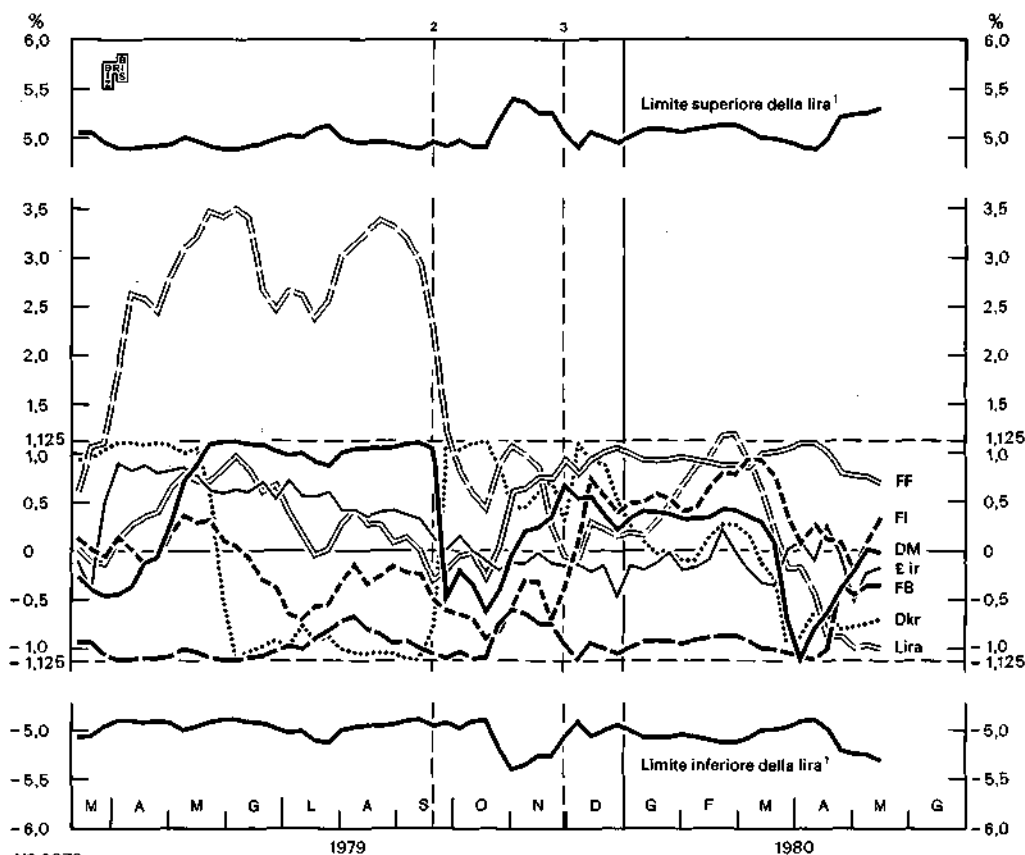
Il meccanismo dei tassi di cambio del *Sistema monetario europeo*, entrato in funzione il 13 marzo 1979, ha ampliato l'area europea dei tassi di cambio fissi ma aggiustabili includendovi il franco francese, la lira italiana e la sterlina irlandese. Questa maggiore stabilità emerge dal fatto che, fin dall'entrata in vigore del meccanismo, le

oscillazioni sul mercato fra il marco tedesco e il franco francese sono state limitate al 2,75% circa, in confronto all'8,5% del 1978, escluso il periodo febbraio-marzo 1978, influenzato dalle elezioni politiche francesi. Anche la lira, benché ad essa siano stati consentiti margini di fluttuazione del 6% da entrambi i lati dei tassi centrali bilaterali rispetto alle altre monete partecipanti, ha avuto un andamento più stabile che in precedenza in rapporto al marco tedesco. Dall'inizio dello SME l'intervallo d'oscillazione della lira rispetto al marco tedesco è stato del 6,5% circa in confronto al 12% nel 1978.

Il funzionamento del sistema è stato facilitato dall'andamento relativamente più sostenuto del dollaro sul mercato dei cambi e dalla tendenza relativamente più debole del marco tedesco - come emerge dal fatto che finora il solo periodo di reale tensione si è avuto nel settembre 1979, quando la debolezza del dollaro ha determinato una forte spinta al rialzo sul marco tedesco. D'altra parte, l'apprezzamento molto rapido del dollaro nella prima parte del 1980 non ha influenzato la stabilità del sistema. Allo stesso tempo le divergenze nell'andamento delle variabili economiche dei paesi partecipanti,

Tassi di cambio a pronti nel meccanismo dei tassi di cambio dello SME.

Medie settimanali, in percentuale, delle monete dei paesi partecipanti rispetto ai loro punti di intervento.



NP 2272

¹La posizione della lira è espressa in termini di scostamento percentuale dalla moneta più debole e più forte nell'ambito della fascia del 2,25%; la posizione massima e minima consentita è indicata dalle linee superiore e inferiore del grafico. ²Riallineamento del 24 settembre 1979 (il marco tedesco è stato rivalutato del 5% rispetto alla corona danese e del 2% in rapporto alle altre monete). ³Il 30 novembre 1979 la corona danese è stata svalutata del 4,76% rispetto alle altre monete partecipanti.

compresi i rispettivi tassi di inflazione, hanno reso necessario dal marzo 1979 due modesti riallineamenti delle parità; il successo a più lungo termine del sistema dipenderà certamente dall'attenuazione di queste divergenze.

Nei primi mesi di funzionamento del meccanismo, il franco belga è stato costantemente al limite inferiore della fascia di oscillazione, richiedendo talora interventi a sostegno ai suoi margini bilaterali, e il 3 maggio 1979 ha superato la "soglia di divergenza" rispetto alle altre monete partecipanti. A maggio e a giugno la Banca Nazionale del Belgio ha aumentato in tre riprese il saggio di sconto dal 6 al 9%; di conseguenza il franco è salito al disopra della soglia di divergenza, pur restando prossimo al limite inferiore della fascia d'oscillazione. All'inizio di giugno il franco è stato raggiunto al limite inferiore dalla corona danese, la quale aveva parimenti toccato la sua soglia di divergenza. La Banca Nazionale di Danimarca il 15 giugno ha elevato il tasso di sconto dall'8 al 9% e la corona è quindi salita oltre la sua soglia senza interventi di sostegno di rilevante entità.

Nel settembre 1979, allorché la debolezza del dollaro ha causato una forte spinta al rialzo sul marco tedesco, le banche centrali belga e danese hanno venduto ingenti importi di marchi tedeschi al limite inferiore dei rispettivi tassi di cambio o in prossimità dello stesso; la Banca di Francia ha venduto parimenti un ammontare considerevole di marchi, quantunque il franco francese si trovasse ben all'interno dei propri margini. Anche la Bundesbank è intervenuta, in misura rilevante, rispetto sia al dollaro sia alle altre monete dello SME. Il 24 settembre, prima che una qualsiasi delle altre monete avesse raggiunto la propria soglia di divergenza, il marco tedesco è stato rivalutato del 5% rispetto alla corona danese e del 2% rispetto alle altre monete partecipanti.

Da allora in poi il sistema non ha più risentito di forti tensioni. Non vi è stata alcuna perturbazione nel mercato prima e dopo il secondo riallineamento delle parità del 30 novembre, quando la corona danese è stata svalutata del 4,76% rispetto a tutte le altre monete partecipanti. Il franco francese è stata la moneta più forte del sistema per gran parte del periodo successivo alla metà del novembre 1979, mentre fino ad epoca recente il franco belga ha continuato a mantenersi prossimo al limite inferiore della fascia. Alla fine del febbraio 1980 la Banca Nazionale del Belgio ha elevato al 12% il saggio di sconto, nonostante il tasso di inflazione interna relativamente basso, e nell'aprile del 1980 la perdita complessiva di riserve dall'inizio del sistema aveva raggiunto \$ 2,5 miliardi. Da metà aprile, tuttavia, il franco belga si è discostato dal limite inferiore della fascia, e la lira italiana, per la prima volta dall'entrata in funzione del sistema, è diventata la moneta più debole.

Valutazione degli sviluppi in campo valutario successivi al novembre 1978.

Il miglior andamento del dollaro e la maggiore stabilità di altre importanti monete (fatta eccezione per lo yen e la sterlina), già descritti nella precedente sezione, sono il risultato di due principali fattori. Il primo è costituito dal capovolgimento di posizione, nel 1979, nelle bilance dei pagamenti correnti di alcuni paesi, in particolare l'eliminazione di fatto del disavanzo degli Stati Uniti e il passaggio della Germania e del Giappone da un'eccedenza ad un disavanzo. Il secondo fattore è rappresentato dall'accresciuto impegno a mantenere la stabilità di cambio da parte di alcuni fra i maggiori paesi. L'avvenimento più importante in questo senso è stato il cambiamento di

indirizzo, dal novembre 1978, delle autorità degli Stati Uniti verso il tasso di cambio del dollaro, manifestatosi sia negli interventi sul mercato dei cambi sia nella politica monetaria. Vi sono stati inoltre l'impegno delle autorità svizzere, dall'ottobre 1978, per una maggiore stabilità del tasso di cambio, e l'entrata in funzione, nel marzo del 1979, del Sistema monetario europeo, che ha ampliato l'area europea di tassi di cambio fissi ma aggiustabili comprendendovi il franco francese, la lira italiana e la sterlina irlandese.

Entrambi questi fattori sono stati necessari per ottenere il maggior grado di stabilità dei tassi di cambio prevalso nel 1979 e il miglioramento di fiducia che ne è derivato. Alcune delle variazioni del 1979 nelle bilance dei pagamenti correnti, ed in particolare la riduzione nel disavanzo degli Stati Uniti, avevano già iniziato a delinearsi prima del novembre 1978. Tuttavia, i mercati dei cambi hanno ignorato questa tendenza fintantoché le autorità degli Stati Uniti non si sono impegnate in un'azione forte e diretta a sostegno del dollaro, con interventi sul mercato e agendo sui tassi di interesse. Analogamente, il deprezzamento dello yen durante il 1979 mostra che un'attiva politica di intervento sul mercato non riesce ad annullare gli effetti di una debolezza di fondo nella bilancia dei pagamenti, mentre il costo per sostenere il franco belga durante un periodo di consistente disavanzo nei pagamenti correnti con l'estero ha comportato pesanti perdite di riserve e un livello molto elevato dei tassi di interesse reali. Si potrebbe aggiungere che il rafforzamento del dollaro, a causa della posizione preminente di tale moneta nel sistema monetario, è stato di per sé una ragione della stabilità generalmente maggiore di altre importanti monete.

In prospettiva, mentre il cambiamento nella struttura degli squilibri dei pagamenti nell'ambito dei maggiori paesi industrializzati ha eliminato un importante fattore che aveva contribuito alla precedente instabilità dei tassi di cambio, vi è la possibilità che nel medio periodo l'attuale struttura si destabilizzi, determinando nuove pressioni sui tassi di cambio. Un importante elemento in questo contesto è costituito dalla persistenza di rilevanti differenziali nel tasso di inflazione tra i vari paesi. Mentre la maggior parte delle variazioni nei tassi di cambio reali a partire dal novembre 1978 è avvenuta nella giusta direzione dal punto di vista delle bilance dei pagamenti correnti, è dubbio che queste siano compatibili con una diversa struttura delle bilance dei pagamenti correnti nell'ambito dei maggiori paesi. Alcuni dei movimenti dei tassi di cambio prodottisi nel 1979 rappresentano un ridimensionamento di precedenti eccessi; tuttavia i paesi in cui gli incrementi nel livello dei prezzi sono costantemente più rapidi di quelli dei principali *partners* commerciali non possono evitare nel lungo periodo un deprezzamento delle loro monete. Se, quindi, si deve consolidare la maggiore stabilità dei tassi di cambio avutasi nel 1979, sarà indispensabile conseguire una maggiore convergenza dei tassi di inflazione, a un livello medio sensibilmente più ridotto di quello attuale.

Un altro problema riguarda le brusche oscillazioni dei tassi di cambio nuovamente manifestatesi negli ultimi mesi. Questo problema ha due aspetti. Uno concerne le reazioni non del tutto simmetriche delle banche centrali al deprezzamento e all'appezzamento delle rispettive monete. Se si prescinde dal Sistema monetario europeo e, in precedenza, dalla fluttuazione europea congiunta rispetto al dollaro, i paesi le cui monete si andavano apprezzando hanno talora avvertito meno la necessità di intervenire sul mercato dei cambi rispetto ai paesi con moneta in deprezzamento. Ovviamente, tra le ragioni di questa differenza di comportamento vi erano il desiderio dei paesi a moneta debole di evitare "circoli viziosi" e la volontà dei paesi a moneta forte di accettare "circoli virtuosi". Le recenti oscillazioni del dollaro rispetto alle

monete europee lasciano presumere che vi sia spazio per politiche di intervento più simmetriche nell'azione volta ad eliminare movimenti dei tassi di cambio non dovuti a fattori fondamentali.

L'altro aspetto del problema riguarda il fatto che il sensibile aumento del tasso di cambio del dollaro avvenuto nel marzo 1980 è stato innescato da tassi di interesse eccezionalmente alti negli Stati Uniti. La recente disponibilità, in alcuni paesi, ad accettare ampie oscillazioni dei tassi di interesse nel breve periodo può rendere più difficile il coordinamento delle politiche tese a ridurre l'instabilità dei tassi di cambio. Queste ampie oscillazioni nei tassi di interesse sono una conseguenza degli elevati differenziali nei tassi di inflazione e del livello dell'inflazione stessa, senza la cui riduzione è probabile che l'instabilità dei tassi di cambio abbia a manifestarsi periodicamente.

La produzione e il mercato dell'oro.

Nel 1979 la produzione mondiale di oro (esclusa quella dell'Unione Sovietica e degli altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord) è scesa da oltre 950 a 935 tonnellate metriche. La diminuzione ha rispecchiato soprattutto la ridotta produzione dell'America del Nord, della Spagna e della Papua-Nuova Guinea.

La produzione del Sud Africa, di 705 tonnellate, è rimasta in pratica al medesimo livello del 1978. La quantità complessiva di minerale trattato è cresciuta ulteriormente del 6,9% (dopo un aumento del 4,9% nel 1978), mentre il contenuto medio di oro del minerale, sceso del 4% nel 1978, si è ulteriormente ridotto del 7,5%. L'esorbitante aumento verificatosi nel 1979 nel prezzo dell'oro ha fatto sì che le società minerarie del Sud Africa, oltre a continuare ad estrarre minerale con tenore sempre più basso, hanno anche potuto assorbire un ulteriore aumento dell'11,2% nei costi di produzione pur registrando una crescita del 77% nei profitti medi derivanti dall'attività di estrazione.

Produzione mondiale di oro.

Paesi	1929	1940	1946	1953	1970	1976	1977	1978	1979
	tonnellate metriche								
Sud Africa	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	713,4	699,9	706,4 ¹	705,4 ¹
Canada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	52,6	53,9	54,0	49,1
Stati Uniti	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	32,6	34,2	31,1	27,6
Papua-Nuova Guinea	.	.	.	.	0,7	20,8	23,0	24,1	20,9
Australia	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	15,7	19,4	20,0	18,2
Filippine	5,1	34,9	—	14,9	18,7	15,6	17,4	18,2	16,7
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	16,6	15,0	12,3	13,2
Zimbabwe	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	11,2	11,7	10,8	11,8
Colombia	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	9,3	8,2	8,0	8,3
Messico	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	5,1	6,6	6,2	6,4
Brasile	3,3	4,7	4,4	3,6	5,3	4,9	4,9	5,4	5,4
Spagna . . . . .	.	.	.	.	.	9,4	9,8	8,6	5,1
Giappone	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	4,3	4,6	4,6	4,6
Totale	527,4	957,9	601,6	684,3	1.231,5	911,5	908,6	909,7	892,7
Altri paesi	43,1	207,1	64,9	69,9	36,0	49,6	44,2	43,3	43,7
Produzione mondiale stimata ²	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.267,5	961,1	952,8	953,0	936,4

¹Incluse la produzione di oro del Botswana. ²Esclusi l'URSS, i paesi dell'Europa orientale, la Cina e la Corea del Nord.

In aggiunta alla flessione nella produzione complessiva dei paesi occidentali si è avuta nel 1979 una contrazione stimata di circa 160 tonnellate – da 450 a 290 tonnellate – nell'offerta di oro sul mercato da parte dei paesi socialisti. La riduzione nell'offerta proveniente da queste due fonti è stata tuttavia più che controbilanciata da un incremento, da 320 a 605 tonnellate, nelle vendite nette di oro tratto dalle riserve auree occidentali. L'offerta complessiva derivante dalle vendite all'asta del Tesoro degli Stati Uniti è ammontata a 412 tonnellate, rispetto alle 79 del 1978. Le aste del FMI hanno fornito altre 170 tonnellate – rispetto alle 184 tonnellate del 1978 – mentre le residue vendite nette provenienti dalle riserve auree occidentali si sono ridotte da 57 tonnellate nel 1978 a 23 nel 1979. In tal modo, per il terzo anno consecutivo l'offerta globale netta di oro sul mercato è aumentata in maniera significativa, raggiungendo un totale stimato di 1.830 tonnellate. Questo ammontare è di 105 tonnellate più elevato di quello del 1978 e supera di 365 tonnellate, ossia di quasi il 25%, l'offerta totale del 1976, anno in cui iniziò il programma di aste del FMI.

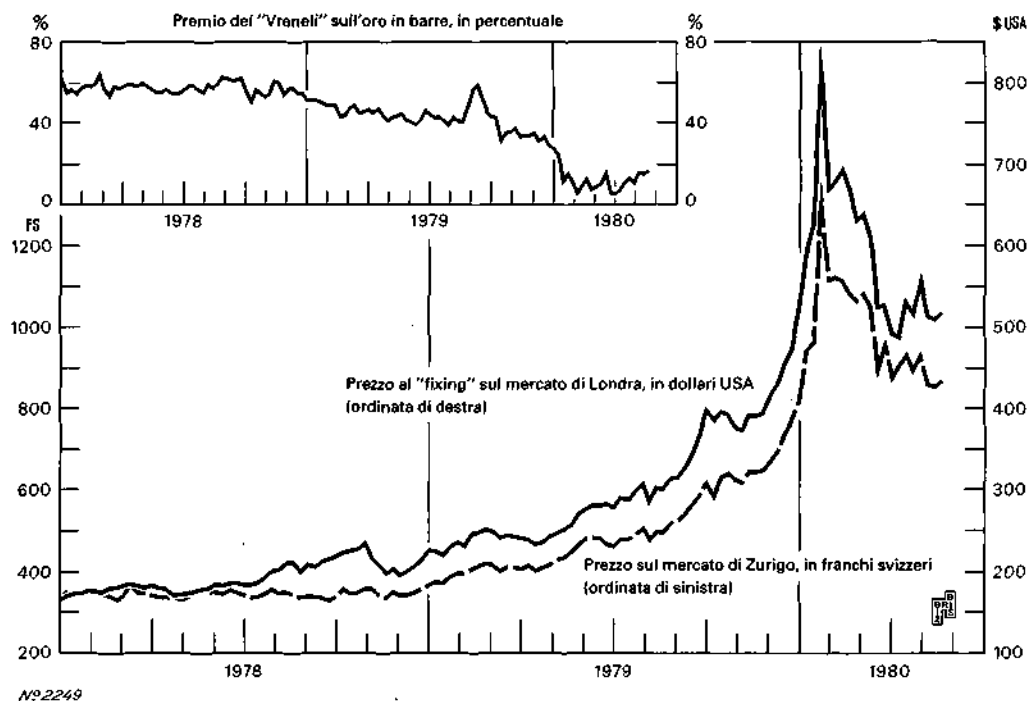
Fonti e usi dell'oro. Stime.

Voci	1976	1977	1978	1979
	tonnellate metriche			
Produzione	960	955	955	935
Vendite da parte dei paesi socialisti (stime)	350	450	450	290
Diminuzione nelle consistenze ufficiali del mondo occidentale (al netto)	155 ¹	195 ¹	320 ²	605
Totale (=assorbimento per usi non monetari; stime)	1.465	1.600	1.725	1.830

¹Escluse le diminuzioni di 160 tonnellate nel 1976 e di 90 tonnellate nel 1977 nelle riserve auree del Sud Africa.
²Escluse 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.

La crescita ulteriore dell'offerta è stata soverchiata dal sensazionale aumento della domanda di oro, che nello spazio di poco più di un anno ha fatto sì che il prezzo sul mercato di Londra crescesse di oltre quattro volte, fino a un valore massimo di \$850 per oncia nel gennaio del 1980. Oltre alla sua misura assoluta, l'aumento del prezzo dell'oro del 1979 presenta altre tre notevoli caratteristiche: in primo luogo, esso si è verificato rispetto a tutte le maggiori monete, comprese quelle che si erano maggiormente apprezzate durante gli anni settanta. Come mostra il grafico di pagina 151, il prezzo dell'oro espresso in franchi svizzeri è in pratica cresciuto percentualmente come quello in dollari. In secondo luogo, l'incremento si è manifestato in un periodo in cui nei paesi industriali vi era una generale tendenza al rialzo dei tassi di interesse, che ha comportato un aumento nel costo-opportunità del detenere oro. Infine, esso è avvenuto in un momento in cui nel complesso il dollaro si stava rafforzando sui mercati dei cambi. Il disavanzo della bilancia dei pagamenti correnti degli Stati Uniti nel 1979 è in pratica scomparso e la bilancia dei movimenti di capitali ha beneficiato dell'ampliamento a favore del dollaro nel differenziale dei tassi di interesse. In breve, la febbre dell'oro del 1979 ha avuto tre cause principali: i crescenti tassi di aumento dei prezzi in gran parte dei paesi industrializzati, che hanno intaccato la fiducia in tutte le maggiori monete; l'effetto dell'inflazione sulle scelte di investimento dei paesi OPEC, allorché questi ritornavano a disporre di ingenti eccedenze con l'estero; alla fine del 1979 e all'inizio del 1980, gli effetti degli avvenimenti politici in Iran e dell'intervento militare sovietico in Afghanistan.

Prezzi di mercato dell'oro in barre, in dollari USA e in franchi svizzeri, 1978-80.
Dati di fine settimana, per oncia di fino.



Nº 2249

All'inizio del 1979 il prezzo dell'oro ha proseguito l'aumento iniziato dal livello di \$193,4 per oncia cui era sceso il 30 novembre 1978 e ha raggiunto l'8 febbraio la quotazione di \$254 sul mercato di Londra, con un incremento del 31% in poco più di due mesi. E' seguita quindi una reazione al ribasso, e il 17 aprile il prezzo si situava a \$231,75. Presto, tuttavia, il prezzo ha ripreso a salire. Il 18 aprile il Tesoro degli Stati Uniti annunciava la decisione di dimezzare la quantità di oro da vendere alle proprie aste mensili; crescevano inoltre le inquietudini per la situazione del petrolio alla luce degli avvenimenti in Iran e della politica dei prezzi dell'OPEC. A luglio la mancanza di provvedimenti a breve termine nella nuova politica energetica del governo degli Stati Uniti ha accentuato la tendenza al rialzo, e il 26 luglio la quotazione al *fixing* del mattino sul mercato di Londra raggiungeva un massimo relativo di \$307.

Dopo una riduzione nel prezzo di breve durata fino a un livello di poco superiore a \$280, all'inizio di agosto si è sviluppato un nuovo interesse all'acquisto, incoraggiato dalle persistenti incertezze concernenti l'offerta di petrolio ed i movimenti dei tassi di cambio, oltre che dalle crescenti pressioni inflazionistiche. Le informazioni in base alle quali all'asta del Tesoro degli Stati Uniti del 21 agosto una banca tedesca si era offerta di acquistare quasi l'intero ammontare messo all'asta ha accentuato la tendenza al rialzo, e il 6 settembre, in condizioni di mercato sempre più agitate, il prezzo dell'oro è salito oltre i \$340. Il 17 settembre esso ha superato i \$350 e il giorno successivo ha raggiunto i \$370. Dopo aver superato i \$400 il 1° ottobre, il mattino seguente il prezzo ha toccato una punta di \$437 al *fixing* del mercato londinese.

In seguito si è avuta una brusca reazione, che ha ridotto i prezzi di \$70 in appena tre giorni; e dopo un recupero fino a \$413 il 10 ottobre, il prezzo è nuovamente sceso al disotto dei \$400 due giorni dopo. Le condizioni del mercato sono diventate più

tranquille e non vi è stata alcuna evidente reazione all'annuncio del 16 ottobre da parte del Tesoro degli Stati Uniti, secondo cui le future aste sarebbero state variabili nell'importo e nella data. Quando il 25 ottobre il Tesoro ha annunciato un'asta da tenersi la settimana successiva per un ammontare di $\frac{2}{3}$ più elevato di quello dell'offerta precedente, è ripreso il movimento al ribasso. Il 2 novembre, giorno successivo all'asta del Tesoro, il prezzo dell'oro ha raggiunto un minimo di \$372,8 oscillando nelle tre settimane seguenti tra \$378 e 397.

Negli ultimi giorni del novembre 1979 si è manifestata nuovamente una forte ondata di acquisti e il prezzo dell'oro, che era già quasi raddoppiato rispetto al novembre 1978, si è nuovamente più che duplicato nello spazio di due mesi, arrivando il 21 gennaio a \$850. I timori di una guerra, alla luce degli eventi in Iran e in Afghanistan, e gli ulteriori rilevanti aumenti nei prezzi del petrolio sono stati i nuovi elementi che hanno determinato questo balzo senza precedenti. Già nell'ultima settimana di novembre la presa degli ostaggi nell'ambasciata degli Stati Uniti a Teheran e l'attacco alla Grande Moschea della Mecca avevano contribuito a portare nuovamente le quotazioni al disopra dei \$400. Il 13 dicembre, poco prima del vertice OPEC di Caracas, il prezzo raggiungeva i \$450, e il 19 dicembre, quando risultò che i rincari del petrolio per il 1980 sarebbero stati più elevati di quanto previsto, le quotazioni salivano a \$494. Alla fine dell'anno, in seguito all'intervento sovietico in Afghanistan, il prezzo è salito fino a \$525. Successivamente sono iniziate le ultime tre settimane di contrattazioni febbrili, culminate in un aumento di \$200 tra il 14 ed il 21 gennaio fino al massimo storico di \$850.

La caduta nel prezzo dell'oro avvenuta immediatamente dopo è stata ancora più brusca del precedente aumento. Nell'arco di due giorni il prezzo sul mercato di Londra è diminuito di \$200, giungendo a \$650 il 23 gennaio. Numerose successive riprese oltre i \$700 sono state di breve durata, e all'inizio di marzo le quotazioni si situavano al disotto di \$600. Nel frattempo, i tassi di interesse praticati negli Stati Uniti hanno superato ogni primato, rendendo particolarmente attraenti gli investimenti in attività finanziarie americane a breve termine e poco dopo che il *prime rate* era salito al 18% il prezzo dell'oro è sceso a \$474. Un'immediata ripresa ha portato le quotazioni oltre i \$500, e verso la fine di maggio il prezzo di mercato dell'oro era intorno a \$510.

Nel mercato delle monete d'oro l'aumento dei prezzi durante il 1979 è stato meno marcato di quello dei lingotti. Il premio del "Vreneli" svizzero sul valore del suo contenuto intrinseco in oro, ad esempio, si è ridotto durante l'anno dal 52 al 28%. Allorché il prezzo in barre ha raggiunto la sua punta massima il 21 gennaio 1980, il premio del Vreneli era di poco inferiore al 10%; nei due mesi successivi le quotazioni delle monete d'oro sono cadute ancora più rapidamente del prezzo del lingotto, e l'aggio del Vreneli si è ridotto fino al 5% circa verso la fine del mese di marzo. Successivamente esso si è nuovamente ampliato fino a stabilirsi intorno al 19% verso la fine di maggio.

La liquidità internazionale.

Nel periodo sotto rassegna, la liquidità internazionale ha avuto un'evoluzione che, sotto vari aspetti, si è notevolmente differenziata da quella del 1977 e del 1978, determinando sensibili mutamenti nella composizione delle riserve globali. Dai dati sommari della tabella di pagina 153 emergono quattro principali andamenti.

Innanzitutto, una leggera flessione di \$6,5 miliardi nel totale delle riserve in valuta, dopo l'aumento di \$102 miliardi nel 1977-78. Esse mostrano invece un leggero incremento di \$9,5 miliardi se si includono anche gli *swaps* in dollari contro Unità monetarie europee (ECU) effettuati dai partecipanti allo SME per un ammontare di \$16 miliardi. In secondo luogo, il principale elemento che ha influito in senso riduttivo sulla diversa evoluzione delle riserve valutarie complessive nel 1979 è stato il miglioramento della bilancia dei pagamenti statunitense. L'effetto derivatone è stato duplice: la scomparsa quasi totale del disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti ha posto fine all'accumulazione di riserve nette in dollari negli altri paesi; in aggiunta, nel 1979 si sono registrati ingenti afflussi netti di fondi negli Stati Uniti dopo i massicci deflussi netti nei due anni precedenti. Per effetto di entrambi questi fattori, nel 1979 il totale delle riserve in dollari detenute negli Stati Uniti - salito di \$64,3 miliardi nel 1977-78 - ha subito nel 1979 una contrazione di \$13,1 miliardi.

Variazioni nella composizione delle riserve globali, 1977-79.

Voci	1977-78	1979
	miliardi di dollari USA	
Riserve valutarie	102,0	— 6,5
Riserve auree		
a \$ 42,22 per oncia	0,4	— 3,9
a prezzi di mercato	94,4	255,2
Diritti speciali di prelievo	0,5	5,9
Posizioni di riserva sul FMI	— 1,3	— 3,9
Unità monetarie europee		41,9
<i>Per memoria:</i>		
Saldo delle partite correnti USA	— 27,6	— 0,3
Variazioni nelle riserve in dollari detenute negli Stati Uniti	64,3	— 13,1

In terzo luogo, si è avuta una considerevole espansione delle riserve nette diverse da quelle valutarie. Nonostante una riduzione del 9% in volume, le riserve auree sono state gonfiate dal fortissimo aumento del prezzo di mercato dell'oro ed è stata effettuata una nuova assegnazione di diritti speciali di prelievo praticamente a tutti i membri del Fondo monetario internazionale, per un ammontare di DSP 4 miliardi, pari a \$5,3 miliardi.

In quarto luogo, una nuova attività di riserva, l'Unità monetaria europea, è stata introdotta nel sistema monetario contro *swaps* in oro e in dollari tratti dalle riserve dei paesi membri del Sistema monetario europeo. Poiché l'oro in contropartita di ECU è valutato a prezzi in linea con quelli di mercato, la creazione di ECU contro oro ha reso esplicita (nella misura in cui i paesi non avessero già rivalutato le proprie riserve auree a prezzi in linea con le quotazioni del mercato) l'incidenza del rincaro dell'oro su questa parte di riserve auree dei paesi aderenti allo SME. In aggiunta a questo effetto "ottico", gli *swaps* di oro contro ECU hanno anche prodotto un certo aumento nel grado di

liquidità di questa parte delle riserve dei paesi aderenti allo SME, in quanto gli ECU sono trasferibili nell'ambito delle autorità monetarie dello SME.

Per quanto riguarda i particolari delle variazioni intervenute lo scorso anno nella composizione delle riserve globali, vi è stata una flessione del 9% circa (92,1 milioni di onces) nel volume complessivo delle riserve auree (escluso l'oro in contropartita di ECU nell'ambito dello SME, computato come riserva detenuta in ECU). Oltre il 90% di questa flessione, ovvero 85,3 milioni di onces, è imputabile a questi *swaps* di oro contro ECU.

In netto contrasto con la flessione nel volume delle riserve auree ufficiali (escluso l'oro in contropartita di ECU) si pone l'incremento di \$255 miliardi nel loro valore di mercato, per effetto dell'ascesa, da circa \$225 a 525 per oncia, del prezzo di mercato dell'oro nel corso dell'anno. La parte preponderante, ovvero \$199 miliardi, di questo incremento nel valore di mercato delle riserve auree ha riguardato i paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera; \$27 miliardi concernono i restanti paesi sviluppati e \$18 e 11 miliardi rispettivamente i paesi in via di sviluppo non petroliferi e petroliferi.

Queste variazioni di valutazione sulla base dei prezzi di mercato non si possono considerare ovviamente rappresentative del reale incremento nel valore effettivo delle riserve auree, dato che le plusvalenze derivanti dall'aumento del prezzo di mercato dell'oro possono essere realizzate integralmente solo all'atto della vendita del metallo sul mercato. Nondimeno, l'impennata del prezzo di mercato dell'oro nel 1979 ha certamente prodotto incrementi sostanziali, seppure non quantificabili, nel valore delle riserve per i paesi con importanti disponibilità auree ufficiali. Innanzitutto, parte di queste plusvalenze potenziali può essere effettivamente realizzata attraverso vendite di oro sul mercato. In secondo luogo, le riserve auree possono essere impiegate a garanzia di prestiti ottenibili sui mercati finanziari internazionali oppure da autorità monetarie, sulla base di prezzi in linea con le quotazioni di mercato. In terzo luogo, l'aumento nel valore di mercato delle riserve auree può consentire ai paesi con disavanzo di bilancia dei pagamenti di disporre più liberamente delle altre attività di riserva.

Nel 1979 le riserve ufficiali diverse da quelle in oro (comprese le disponibilità in ECU dei paesi membri dello SME) sono aumentate di \$37,4 miliardi, ovvero di quasi il 12%, rispetto a \$58,5 miliardi nel 1977 e a \$42,7 miliardi nel 1978. La creazione di ECU (per \$41,9 miliardi) è stata superiore all'intero incremento avutosi lo scorso anno nelle riserve non auree. Alla fine del 1979 le riserve in essere di ECU create in contropartita a dollari provenienti dalle riserve valutarie dei paesi aderenti allo SME erano di \$16 miliardi, e i restanti \$25,9 miliardi erano costituiti da *swaps* contro oro. Mentre la creazione di ECU contro dollari rappresenta una sostituzione di riserve valutarie liquide convenzionali con attività utilizzabili nell'ambito delle autorità monetarie dello SME, la creazione di ECU contro oro comporta un aumento nelle riserve totali dei paesi partecipanti allo SME nel senso spiegato a pagina 153.

Lo scorso anno il totale delle riserve in DSP è aumentato di \$5,9 miliardi. Di questo importo, \$5,3 miliardi provengono dalle nuove assegnazioni effettuate all'inizio dell'anno, \$0,4 miliardi dai trasferimenti di DSP dal Conto Generale del FMI a paesi membri, e \$0,2 miliardi dal leggero apprezzamento del paniere del DSP rispetto al dollaro USA nel corso dell'anno, che si è ripercosso sul valore in dollari delle disponibilità in DSP dei vari paesi.

Variazioni nelle riserve globali, 1977-79.

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva sul FMI	DSP	ECU	Totale (escluso l'oro)
	In milioni di onces						milioni di dollari USA*
Gruppo dei Dieci e Svizzera						
1977	7,5	26,4	34,2	1,1	- 0,2	35,1
1978	3,2	51,5	35,6	- 2,6	- 0,1	32,9
1979	-95,0	199,3	-30,4	- 2,3	3,7	41,2
Consistenze in essere alla fine del 1979	740,7	388,1	109,7	9,0	11,2	41,2
Altri paesi sviluppati						
1977	- 5,4	2,0	1,7	-	- 0,1	1,6
1978	- 1,3	5,3	9,9	0,3	0,3	10,5
1979	0,5	27,1	0,9	- 0,1	0,2	0,7
Consistenze in essere alla fine del 1979	90,7	47,5	33,0	1,3	1,2	0,7
Paesi in via di sviluppo non petroliferi						
1977	2,4	2,0	10,8	0,1	-	10,9
1978	2,9	3,9	13,7	0,4	0,3	14,4
1979	2,1	17,7	7,6	0,3	1,2	9,1
Consistenze in essere alla fine del 1979	57,8	30,3	68,0	1,2	2,6	71,8
Insieme dei paesi importatori di petrolio						
1977	4,5	30,4	46,7	1,2	- 0,3	47,6
1978	4,8	60,7	59,2	- 1,9	0,5	57,8
1979	-92,4	244,1	-21,9	- 2,1	5,1	41,9
Consistenze in essere alla fine del 1979	889,2	465,9	210,7	11,5	15,0	41,9
Paesi esportatori di petrolio						
1977	- 2,6	0,7	10,6	0,2	0,1	10,9
1978	1,9	2,6	-14,5	- 0,8	0,2	-15,1
1979	0,3	11,1	15,4	- 1,8	0,8	14,4
Consistenze in essere alla fine del 1979	37,2	19,5	70,5	4,0	1,4	75,9
Tutti i paesi						
1977	1,9	31,1	57,3	1,4	- 0,2	58,5
1978	6,7	63,3	44,7	- 2,7	0,7	42,7
1979	-92,1	255,2	- 6,5	- 3,9	5,9	41,9
Consistenze in essere alla fine del 1979	926,4	485,4	281,2	15,5	16,4	41,9

*Riserve auree valutate ai prezzi di mercato.

Durante lo scorso anno, il totale delle posizioni di riserva sul FMI ha segnato un'ulteriore flessione di \$3,9 miliardi in conseguenza di due distinti andamenti. In primo luogo, nel 1979 i paesi membri del Fondo hanno ancora ridotto, di DSP 2,4 miliardi, il loro ricorso netto alle risorse del Fondo; buona parte dei rimborsi è stata effettuata da paesi che in precedenza avevano prelevato dalle *tranches* creditizie delle rispettive quote. Tali rimborsi determinano una contrazione nelle posizioni di riserva sul Fondo dei paesi nelle cui monete sono stati effettuati i rimborsi stessi, senza però che ne derivi una ricostituzione delle posizioni di riserva sul Fondo dei paesi che hanno effettuato i pagamenti. In secondo luogo, nel 1979 su nuovi prelievi netti dal Fondo per un totale di DSP 1,8 miliardi, 1,3 miliardi sono stati prelevati in DSP e solo 0,5 miliardi in valuta. Poiché i prelievi in DSP, contrariamente a quelli in valuta, non determinano

alcun incremento nelle posizioni di riserva sul FMI dei singoli paesi membri, tali prelievi effettuati da paesi con posizioni di riserva sul FMI hanno comportato una flessione nelle posizioni di riserva complessive sul Fondo.

Infine, lo scorso anno è intervenuto un sensazionale mutamento nell'evoluzione delle riserve valutarie complessive. Dopo un aumento di \$ 102 miliardi nel 1977-78, nel 1979 si è avuta una leggera flessione di \$ 6,5 miliardi. Questa sensibile inversione è attribuibile, in misura prevalente, ai paesi del Gruppo dei Dieci, compresa la Svizzera. Nel 1979 il totale delle loro riserve in valuta, aumentato di circa \$ 35 miliardi in ciascuno dei due precedenti anni - soprattutto a causa del disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti - si è infatti ridotto di \$ 30,4 miliardi, di cui circa la metà imputabile agli *swaps* di riserve in dollari contro ECU effettuati dai paesi membri dello SME. Per contro, le riserve valutarie complessive del resto del mondo hanno registrato un ulteriore incremento di \$ 23,9 miliardi, dopo essere aumentate di \$ 23,1 miliardi nel 1977 e di \$ 9,1 miliardi nel 1978.

Questo spostamento dal Gruppo dei Dieci compresa la Svizzera verso altri paesi nella distribuzione delle riserve valutarie complessive ha influito sia sulla collocazione sia sulla composizione per monete delle disponibilità ufficiali in valuta. I paesi del Gruppo dei Dieci, Stati Uniti esclusi, hanno detenuto le loro riserve in valuta prevalentemente negli Stati Uniti e in dollari USA, mentre gli altri paesi hanno collocato una parte maggiore delle loro disponibilità valutarie presso banche al di fuori degli Stati Uniti e in monete diverse dal dollaro. Queste disparità nelle politiche delle riserve si sono tradotte nel 1979 in una flessione di \$ 13,1 miliardi nelle riserve in dollari detenute negli Stati Uniti e in un incremento di \$ 35,1 miliardi nelle attività valutarie ufficiali identificate, detenute presso banche situate al di fuori degli Stati Uniti; di questo incremento \$ 14 miliardi riguardano monete diverse dal dollaro.

Per quanto concerne la distribuzione per paese delle variazioni intervenute lo scorso anno nelle riserve globali, si è già accennato al fatto che i principali beneficiari dell'incremento del prezzo di mercato dell'oro sono stati i paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera, che insieme detengono l'80% delle riserve auree totali dei paesi. A prescindere da ciò, gli aspetti salienti del cambiamento avvenuto lo scorso anno nella distribuzione geografica delle riserve non auree (incluse quelle in ECU) sono stati il brusco rallentamento nell'espansione delle riserve dei paesi importatori di petrolio e la più rapida crescita di quelle dei paesi petroliferi.

Il gruppo dei paesi importatori di petrolio ha complessivamente accresciuto le proprie riserve non auree di \$ 23 miliardi, ossia del 9%, a fronte di un aumento di \$ 58 miliardi, pari al 29%, nel 1978. D'altro canto le riserve non auree dichiarate dei paesi esportatori di petrolio sono aumentate di \$ 14,4 miliardi, dopo una contrazione di \$ 15,1 miliardi nel 1978. Va aggiunto che l'aumento dichiarato nelle riserve dei paesi OPEC nel 1979 sottovaluta considerevolmente l'accumulazione di attività liquide sull'estero di questi paesi. Lo scorso anno le banche situate nei paesi del Gruppo dei Dieci, in Svizzera, Austria, Danimarca e Irlanda, unitamente alle filiali di banche USA nei principali centri bancari *offshore*, hanno ricevuto nuovi depositi dai paesi OPEC per un totale di \$ 37,8 miliardi. Anche se una parte rilevante di questi saldi potrebbe appartenere a detentori OPEC non ufficiali, è probabile che lo scorso anno l'accumulazione di attività liquide sull'estero dei detentori ufficiali nell'ambito dell'OPEC sia stata maggiore di quanto risulti dalle cifre riportate nella tabella di pagina 155.

Nell'ambito dei paesi importatori di petrolio, le riserve diverse dall'oro (comprese quelle in ECU) dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera sono aumentate di \$12,2 miliardi. Le disponibilità ufficiali non auree degli Stati Uniti hanno registrato un lieve incremento di \$0,8 miliardi, risultante da un'assegnazione di DSP, per \$1,2 miliardi, da una crescita di \$0,2 miliardi nella posizione di riserva sul Fondo e da una flessione di \$0,6 miliardi nelle disponibilità ufficiali in valuta. Le riserve diverse dall'oro dei paesi del Gruppo dei Dieci aderenti al Sistema monetario europeo sono aumentate nel 1979 di \$27,2 miliardi, di cui una parte molto rilevante è dovuta agli effetti della creazione di ECU in contropartita di una quota delle riserve auree di questi paesi valutata a prezzi in linea con quelli di mercato. Le riserve non auree della Francia sono cresciute di \$8,3 miliardi e quelle dell'Italia, della Germania e del Regno Unito rispettivamente di \$7,1, 4,1 e 3,8 miliardi. Lo scorso anno, le riserve degli altri paesi del Gruppo dei Dieci sono diminuite, escludendo la componente aurea, di \$15,8 miliardi. Quelle giapponesi sono scese da \$32,4 a 19,5 miliardi a causa di massicci interventi sul mercato dei cambi a sostegno dello yen. Anche in Svizzera le riserve diverse dall'oro hanno subito una contrazione di \$1,3 miliardi.

Al di fuori del Gruppo dei Dieci, le riserve non auree dei paesi sviluppati si sono accresciute di soli \$1,7 miliardi nel 1979, dopo un incremento di \$10,5 miliardi nel 1978. Spagna e Norvegia hanno accresciuto le proprie riserve rispettivamente di \$3,1 e 1,4 miliardi, mentre Jugoslavia e Austria hanno subito flessioni di \$1,1 e 1 miliardi.

Nonostante si sia ampliato il disavanzo complessivo di parte corrente dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, nel 1979 le loro riserve non auree hanno segnato un ulteriore aumento di \$9,1 miliardi. Nell'America Latina sono aumentate le riserve dell'Argentina (\$4,4 miliardi), della Colombia (\$1,5 miliardi), del Perù (\$1,1 miliardi) e del Cile (\$0,8 miliardi). Per contro, sono diminuite di \$2,9 miliardi le riserve non auree del Brasile. Quanto agli altri paesi in via di sviluppo non petroliferi, le riserve sono aumentate in India (\$1 miliardo), nella Malaysia (\$0,7 miliardi) e nelle Filippine (\$0,5 miliardi).

L'incremento rilevato di \$14,4 miliardi nelle riserve diverse dall'oro dei paesi esportatori di petrolio rappresenta poco più di un quinto dell'eccedenza complessiva di parte corrente conseguita nel 1979 da questi paesi. Tra essi, le maggiori acquisizioni sono quelle della Nigeria (\$3,7 miliardi), dell'Iran (\$3,2 miliardi), della Libia (\$2,2 miliardi), dell'Indonesia (\$1,4 miliardi) e del Venezuela (\$1,2 miliardi). Sono invece rimaste praticamente immutate le riserve rilevate (oro escluso) dell'Arabia Saudita.

Nel primo trimestre del 1980 l'andamento delle riserve è stato per molti aspetti simile a quello dello scorso anno. Un ulteriore saldo attivo globale nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, causato dagli afflussi di fondi privati in questo paese, ha comportato un calo nelle riserve valutarie ufficiali detenute negli Stati Uniti, mentre sono contemporaneamente aumentate le disponibilità in DSP nonché quelle in valuta detenute sotto forma di eurodepositi. Come nel 1979, la flessione nelle riserve convenzionali in dollari ha riguardato soprattutto i paesi del Gruppo dei Dieci, compresa la Svizzera. Le riserve ufficiali non auree di questi paesi, esclusi gli Stati Uniti, sono calate di \$8,1 miliardi, mentre quelle statunitensi hanno avuto un aumento di \$2,5 miliardi.

In considerazione del deterioramento delle bilance correnti dei paesi importatori di petrolio al di fuori del Gruppo dei Dieci, è poco probabile che nel primo trimestre di

quest'anno le loro riserve siano aumentate, mentre è verosimilmente diminuito il totale delle disponibilità ufficiali non auree di tutti i paesi importatori di petrolio considerati globalmente. Inoltre, il valore di mercato delle loro riserve in oro è leggermente diminuito, in quanto a fine marzo di quest'anno il prezzo di mercato del metallo era sceso al disotto del livello di fine 1979. Nel primo trimestre di quest'anno pare che le attività ufficiali liquide dei paesi OPEC, prevalentemente sotto forma di depositi in eurovalute, abbiano registrato un ulteriore forte incremento.

Le riserve globali e la loro composizione: situazione attuale e prospettive.

Come già detto nel presente capitolo, tre principali fattori hanno influito sull'evoluzione delle riserve globali nel periodo sotto rassegna: l'eliminazione del disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti, unitamente alla ricomparsa di un'ampia eccedenza dei paesi OPEC; l'aumento nel prezzo di mercato dell'oro; e l'introduzione, come attività di riserva, dell'Unità monetaria europea. L'effetto combinato di questi fattori può essere sintetizzato in tre punti principali. In primo luogo, è chiaramente aumentata la disponibilità di riserve nell'area OPEC. In secondo luogo, va decisamente peggiorando la situazione complessiva dei paesi importatori di petrolio con scarse o irrilevanti riserve auree, vale a dire la maggior parte di essi. In terzo luogo, l'incremento nel prezzo di mercato dell'oro, insieme con la creazione di ECU in contropartita di oro valutato in linea con i prezzi di mercato, ha migliorato le posizioni di riserva dei principali paesi detentori di oro, benché in una misura solo parzialmente quantificabile e variabile con la dimensione delle riserve auree dei singoli paesi e con le oscillazioni nel prezzo stesso dell'oro.

Quanto al futuro, fintantoché i paesi OPEC continueranno ad accumulare ingenti eccedenze di parte corrente, la posizione delle riserve globali delle economie importatrici di petrolio pare destinata a deteriorarsi progressivamente. La ricomparsa di un disavanzo delle partite correnti negli Stati Uniti e l'assegnazione di DSP potrebbero costituire due fonti di espansione netta delle riserve; ma è probabile che il loro effetto venga più che neutralizzato dall'impiego da parte dei paesi importatori di petrolio delle riserve esistenti e delle linee internazionali di credito per finanziare la contropartita dei saldi attivi dei pagamenti OPEC.

I mutamenti intervenuti dalla fine del 1978 nella situazione della liquidità internazionale hanno altresì influito sulla diversificazione delle riserve in valuta, con spostamenti dal dollaro verso altre monete. La tabella seguente illustra a questo riguardo gli andamenti identificabili, a partire dalla fine del 1976. Da allora sino alla fine del 1978 il totale delle riserve in valuta è aumentato di \$ 102 miliardi, passando da \$ 186 a 288 miliardi; di questo incremento, \$ 18,5 miliardi, come mostra la tabella, hanno riguardato valute diverse dal dollaro. Sulla base dei dati indicati — peraltro incompleti, poiché la tabella comprende solo le riserve in valute diverse dal dollaro detenute in forma di depositi presso le banche commerciali situate nei paesi elencati — durante il 1977-78 la quota delle monete diverse dal dollaro sul totale delle riserve in valuta è aumentata dal 10 al 13%.

Poiché lo scorso anno è proseguito il processo di diversificazione a favore di monete diverse dal dollaro, i depositi ufficiali in queste valute, come mostra la tabella, sono saliti ulteriormente a quasi il 16% del totale delle riserve valutarie, ivi comprese quelle scambiate contro ECU dai paesi partecipanti allo SME. Ciò non significa,

Depositi ufficiali identificati presso le banche commerciali al di fuori degli Stati Uniti.

Voci	Fine 1976	Fine 1977	Fine 1978	Metà 1979	Fine 1979
	consistenze, in miliardi di dollari USA				
A. Depositi presso banche nei paesi europei¹, in Canada e Giappone					
I. Sui mercati nazionali	5,0	7,6	9,3	8,3	8,8
Marchi tedeschi	1,0	2,2	3,1	3,2	3,4
Franchi svizzeri	1,5	1,3	0,6	0,5	0,6
Yen	0,2	0,9	2,7	1,4	0,9
Sterline	1,2	1,6	1,2	1,5	1,9
Altre valute	1,1	1,6	1,7	1,7	2,0
II. Sull'euromercato	60,4	71,0	80,1	90,6	115,0
Dollari	47,2	53,0	52,8	61,5	73,3
Marchi tedeschi	8,3	12,0	16,8	18,2	24,1
Franchi svizzeri	2,6	3,2	4,6	4,6	6,0
Yen	0,5 ²	0,9 ³	2,2 ³	2,6 ³	4,2 ³
Sterline	0,3	0,3	0,7	1,1	1,5
Altre valute	1,5	1,6	3,0	2,6	5,9
Totale I + II	65,4	78,6	89,4	98,9	123,8
di cui in monete diverse dal dollaro	18,2	25,6	36,6	37,4	50,5
B. Depositi presso filiali offshore di banche USA	4,5	4,4	5,7	6,2	6,4
Totale A + B	69,9	83,0	95,1	105,1	130,2
<i>Posta per memoria:</i>					
<i>Depositi OPEC privati e ufficiali presso le banche nei paesi europei¹ e presso filiali offshore di banche USA</i>	55,1	68,2	73,4	77,8	106,2
<i>Passività USA verso istituzioni ufficiali estere</i>	92,0	126,1	156,5	138,1	143,1
<i>Totale delle riserve in valuta (compresi i dollari in contropartita di ECU)</i>	185,7	243,0	287,7	300,7	323,1

Nota: Le cifre riportate in tabella comprendono le variazioni nel valore in dollari delle riserve detenute in altre valute, conseguenti ai movimenti del tasso di cambio del dollaro rispetto a queste altre monete.

¹ Belgio-Lussemburgo, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera; dal 1977, anche Austria, Danimarca e Irlanda. ²Stime. ³Esclusi i depositi presso banche in Svizzera.

tuttavia, che durante il 1979 le politiche delle riserve attuate dai singoli paesi si siano ulteriormente mosse nella direzione di detenere nelle proprie riserve monete diverse dal dollaro. Come si è già accennato a pagina 156, tale andamento è risultato dal fatto che sono diminuite le riserve in valuta dei paesi del Gruppo dei Dieci (esclusi gli Stati Uniti), in cui prevale la componente in dollari, mentre sono aumentate le disponibilità valutarie ufficiali di altri paesi che detengono invece una quota maggiore delle loro riserve in altre monete. In realtà, al di fuori dell'area del Gruppo dei Dieci, lo scorso anno vi sono state chiare indicazioni di un recupero di interesse per il dollaro, come attività di riserva, grazie al rafforzamento del tasso di cambio e alla crescente attrattiva dei tassi di interesse su questa moneta. Di fatto, mentre nel 1978 l'intera espansione nei depositi ufficiali detenuti presso banche commerciali situate in Europa, Canada e Giappone, come appare nella tabella, era avvenuta in monete diverse dal dollaro, nel 1979 la quota di queste ultime è stata del 40% circa.

Per quanto concerne le possibilità di una futura diversificazione, la comparsa di ampi disavanzi delle partite correnti in Germania e in Giappone e la riduzione dell'eccedenza in Svizzera potrebbero offrire alle autorità monetarie dei paesi eccedentari dell'OPEC maggiori possibilità di accumulare attività nelle monete di quei paesi, senza provocare effetti destabilizzanti sui tassi di cambio o sull'offerta di moneta interna dei paesi che forniscono la propria moneta come mezzo di riserva.

Un'altra forma di diversificazione, che lo scorso anno è stata oggetto di discussione, verrebbe offerta dalla creazione di un Conto di sostituzione presso il FMI, nel quale i paesi membri potrebbero depositare le proprie riserve di dollari in eccesso, ottenendo in contropartita attività sul Fondo denominate in DSP. Quando questa idea fu formulata per la prima volta, il dollaro stava perdendo di valore nei confronti di altre importanti monete e l'eccedenza OPEC si era ridotta a livelli modesti. Nella situazione creata dal riemergere di una ampia eccedenza della bilancia dei pagamenti dei paesi dell'OPEC, ci si può chiedere che ruolo potrebbe svolgere un Conto di sostituzione. Innanzitutto, il suo impiego sarebbe probabilmente limitato in prevalenza ai paesi OPEC. In secondo luogo, come dianzi accennato, la comparsa di ingenti disavanzi di parte corrente in Germania e in Giappone implica che attualmente potrebbero esservi più ampie possibilità di un'ordinata diversificazione delle riserve a favore delle monete di questi paesi. In terzo luogo, l'attrattiva delle attività denominate in DSP dipenderà dal loro rendimento relativo in rapporto a quello delle riserve in valuta, nonché dal grado di stabilità dei tassi di cambio bilaterali delle monete che compongono il paniere del DSP. A questo riguardo, una sostituzione su vasta scala dei dollari detenuti dai paesi OPEC mediante attività denominate in DSP — per il fatto che in sostanza i dollari OPEC riaffluirebbero agli Stati Uniti in eccesso rispetto ad un eventuale disavanzo nei conti con l'estero di questo stesso paese — potrebbe indurre altri paesi importatori di petrolio ad accollare parte dei loro disavanzi correnti agli Stati Uniti oppure ad indebitarsi in ampia misura verso questo paese con possibili effetti sfavorevoli sul tasso di cambio del dollaro. Quali che siano le possibilità d'impiego e le implicazioni di un Conto di sostituzione, ancora per qualche tempo una sua introduzione nel sistema monetario appare improbabile. Per l'immediato futuro, quindi, i problemi in materia di liquidità internazionale dovrebbero vertere sui modi in cui sarà possibile finanziare i disavanzi con l'estero dei paesi importatori di petrolio ed assicurare ai paesi OPEC congrui rendimenti sulle riserve detenute nella forma tradizionale di attività in valuta.

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 concernenti le banche centrali. A conclusione di una serie di consultazioni tra i Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera sulla evoluzione recente e sulle prospettive del sistema bancario internazionale nel suo complesso e dell'euromercato in particolare, il 15 aprile 1980 è stato emesso un comunicato-stampa.

La Banca ha continuato a partecipare, in qualità di osservatore, ai lavori del Comitato ad interim del Consiglio dei governatori del Fondo monetario internazionale per il Sistema monetario internazionale. 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 rappresentanti dei paesi suddetti 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, mettendo in particolare a disposizione il Segretariato per il Comitato per la regolamentazione e la vigilanza bancaria, costituito nel dicembre 1974 dai Governatori delle banche centrali dei paesi aderenti al Gruppo dei Dieci.

La Banca ha inoltre continuato a fornire i servizi di 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 dei Governatori; un gruppo specializzato in questioni concernenti i mercati dei cambi e le politiche di intervento su tali mercati (dall'inizio del 1976, la composizione di questo gruppo è stata talora limitata ai paesi comunitari oppure ampliata, in alcune occasioni, includendovi altri paesi industriali, in genere membri del Gruppo dei Dieci, a seconda delle materie in discussione); un gruppo incaricato di esaminare ad intervalli periodici 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 sia del Comitato monetario della CEE sia del Comitato dei governatori).

Come negli anni precedenti, nel 1979-80 tali comitati e gruppi hanno tenuto numerose riunioni, periodiche o *ad hoc*, per la maggior parte a Basilea e generalmente in preparazione delle discussioni fra i Governatori. Sulla base dei loro lavori, lo stesso Comitato dei governatori ed il Consiglio dei governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria, ciascuno nell'ambito delle proprie competenze e funzioni — peraltro strettamente connesse e complementari — possono prendere diverse decisioni concernenti accordi monetari tra le banche centrali o preparare relazioni e pareri, su base regolare o specifica, per la Commissione delle Comunità europee o, più di frequente, per i Ministri delle finanze dei paesi della CEE. Durante l'esercizio finanziario 1979-80 questa attività si è imperniata sul nuovo Sistema monetario europeo istituito il 13 marzo 1979. I principali compiti sono consistiti nell'assicurare la corretta applicazione degli accordi che regolano il sistema, nell'accrescere il coordinamento tra le politiche del tasso di cambio e del controllo interno della moneta attuate dalle banche centrali della CEE, come presupposto per un ordinato funzionamento dello SME, e nel riesaminare determinate clausole a conclusione del primo semestre di esperienza. Il Comitato dei governatori ha altresì avviato consultazioni su una possibile evoluzione dello SME verso una fase più istituzionalizzata e definitiva.

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 gli esperti hanno proseguito l'analisi delle procedure di trasferimento dei fondi, concentrandosi quasi esclusivamente sull'aggiornamento, ampliamento ed integrazione degli elementi informativi raccolti l'anno precedente sui sistemi di pagamenti impiegati dai paesi del Gruppo dei Dieci e dalla Svizzera, nell'intento di elaborare un quadro dettagliato e coerente della situazione attuale in questo campo. La loro attività ha condotto alla pubblicazione, nel marzo 1980, di uno studio descrittivo dal titolo "Payment Systems in Eleven Developed Countries". Il Gruppo ha anche seguito l'attività svolta da altre organizzazioni in settori connessi, fra cui la trasmissione di messaggi interbancari, un campo per il quale è stata seguita con particolare interesse l'attività svolta dall'International Standard Organisation.

Sotto l'egida del Gruppo di esperti sulle questioni della banca dei dati economici e monetari — per il quale la BRI svolge altresì le funzioni di Segretariato — è stato ulteriormente sviluppato un nucleo di serie storiche macro-economiche di cui è imminente il trasferimento da un centro elettronico esterno all'elaboratore della BRI. La banca dei dati consentirà il rapido scambio di importanti dati economici tra la BRI e le banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera. Gli esperti di economia e di statistica della BRI utilizzeranno le informazioni contenute nella banca dei dati servendosi di un sistema di terminali per la ricerca e l'elaborazione diretta, la cui fase iniziale è ora completata.

2. Operazioni del Dipartimento bancario.

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1980, certificati dai revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro.

Dal giugno 1979, in conformità alla decisione annunciata all'Assemblea generale ordinaria dello scorso anno, la base adottata per la conversione in franchi oro delle attività e passività in valuta è di \$USA 208 per oncia di oro fino (prezzo medio di mercato dell'oro durante l'esercizio finanziario 1978-79 della Banca) rispetto alla precedente quotazione di \$USA 42,22 per oncia di fino. In conformità all'articolo 4 dello Statuto, il franco oro equivale a grammi 0,29032258... di oro fino. La conversione delle attività e passività in dollari USA è stata quindi effettuata sulla base di 1 franco oro = \$USA 1,94149...; per tutte le altre partite in valuta sono stati adottati i tassi di cambio di mercato rispetto al dollaro.

L'introduzione della nuova base di conversione ha comportato una sensibile riduzione degli importi in franchi oro delle partite in valuta del Bilancio, mentre essa non ha riguardato il capitale della Banca, integralmente rappresentato da disponibilità auree, né la parte di riserve rappresentate da oro.

Di conseguenza è migliorato il rapporto tra i mezzi propri della Banca (cioè capitale versato e riserve) e il totale di bilancio.

Dal giugno 1979 la Banca ha pubblicato la situazione mensile dei conti sulla base del nuovo metodo di conversione. Tuttavia, a scopo di raffronto, fino alla conclusione dell'esercizio finanziario 1979-80 sono state anche riportate le cifre calcolate applicando la vecchia base. Per la stessa ragione, il Bilancio e il Conto profitti e perdite per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1980 sono accompagnati da situazioni contabili pro forma redatte per l'ultima volta secondo la vecchia base. Nelle sezioni del presente capitolo dedicate alle attività della BRI, qualora non sia diversamente specificato, tutti gli importi in franchi oro sono calcolati secondo la nuova base di conversione.

* *
 *

Si ricorda che secondo la vecchia base di conversione, il totale di bilancio al 31 marzo 1979 ammontava a franchi oro* 70.408.614.197.

Sulla base del nuovo metodo di conversione, il totale al

31 marzo 1980 è ammontato a

F 24.409.416.167

contro, al 31 marzo 1979,

F 19.101.218.925

Si è pertanto registrato un incremento di

F 5.308.197.242

pari al 27,8%, che in termini percentuali è decisamente superiore a quello del precedente esercizio finanziario (18,7%).

Le variazioni dei tassi di cambio medi delle monete diverse dal dollaro USA, tra la fine dei due ultimi esercizi finanziari, hanno per lo più comportato una leggera flessione nel valore in franchi oro di tali valute; va tuttavia osservato che i movimenti riportati in questa sezione non evidenziano il forte apprezzamento delle monete appartenenti al Sistema monetario europeo - in particolare del marco tedesco - registrato nel giugno

* Qualora non sia diversamente indicato, in questo capitolo il termine "franchi" (abbreviato in F) significa franchi oro.

1979 allorché i tassi centrali sono stati sostituiti dai tassi di mercato, situati a livelli considerevolmente più alti; ciò in quanto, come dianzi detto, il valore di tutte le poste in valuta è stato altresì ricalcolato all'inizio dell'esercizio finanziario secondo il nuovo metodo, ossia sulla base dei tassi di mercato.

Nell'aprile 1979 il totale della situazione mensile dei conti ha registrato un brusco e marcato incremento; successive oscillazioni in entrambi i sensi – talora di notevole ampiezza – hanno comportato un'ulteriore espansione netta, peraltro inferiore a quella registrata all'inizio dell'esercizio finanziario.

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
1971	23.856	+ 3.157	+ 15
1972	29.362	+ 5.506	+ 23
1973	25.250	- 4.112	- 14
1974	31.615	+ 6.365	+ 25
1975	41.940	+ 10.325	+ 33
1976	43.426	+ 1.486	+ 4
1977	48.846	+ 5.420	+ 13
1978	59.334	+ 10.488	+ 22
1979	70.409	+ 11.075	+ 19
1979*	19.101	—	—
1980*	24.409	+ 5.308	+ 28

*In base al nuovo metodo di conversione.

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 o Fiduciario) 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 prestito 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 1980 ammontava a 1.034 milioni di franchi, rispetto a 1.020 milioni al 31 marzo 1979.

PASSIVO (COMPOSIZIONE DELLE RISORSE).

A. Capitale, riserve e passività diverse.

a) Capitale versato F 295.703.125

rispetto a 300,7 milioni di franchi al 31 marzo 1979, con una flessione di 5 milioni; infatti, il numero delle azioni emesse – liberate nella misura del 25% – si è

**BRI: Evoluzione della composizione delle risorse
negli ultimi dieci esercizi finanziari.¹**

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Capitale versato e riserve	Fondi ricevuti in prestito	Altre passività	Totale di bilancio
	milioni di franchi			
1971	539	23.086	231	23.856
1972	754	28.401	207	29.362
1973	849	24.179	222	25.250
1974	967	30.378	270	31.615
1975	1.122	40.435	383	41.940
1976	1.253	41.617	556	43.426
1977	1.373	46.934	539	48.846
1978	1.493	57.150	691	59.334
1979	1.634	67.967	808	70.409
1979 ²	859	17.991	251	19.101
1980	887	23.239	283	24.409

¹Dal 1972, dopo la ripartizione dell'utile netto d'esercizio proposta all'Assemblea generale ordinaria. ²In base al nuovo metodo di conversione.

ridotto da 481.125 a 473.125 in seguito all'annullamento nel giugno 1979 di 8.000 azioni dell'emissione di Danzica, in conformità della delibera dell'Assemblea generale straordinaria tenuta l'11 giugno 1979; il valore nominale del capitale emesso è conseguentemente diminuito da 1.202,8 a 1.182,8 milioni di franchi. Queste variazioni sono indicate al punto I del prospetto riportato alla fine della presente Relazione. Tuttavia, il capitale autorizzato è rimasto invariato a 1.500 milioni di franchi.

b) Riserve

Le variazioni nei diversi fondi di riserva, analizzate nei successivi paragrafi, sono indicate al punto II del prospetto sopra citato.

1) *Fondo di riserva legale* F 30.070.313

Il relativo importo, interamente rappresentato da oro, 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 1979-80 F 397.152.793

Sulla base del precedente metodo di conversione delle partite in valuta, questo Fondo ammontava a 576,2 milioni all'inizio dell'esercizio finanziario; con l'introduzione del nuovo sistema di conversione nel giugno del 1979, la consistenza di questo Fondo, solo parzialmente rappresentato da oro, è scesa a 384 milioni, cui si aggiunge l'importo di 13,2 milioni che si propone di trasferire dall'utile netto; l'attribuzione prevista a questo Fondo di riserva 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 1979-80 F 17.530.055

Sulla base del precedente metodo di conversione questo Fondo ammontava a 83,2 milioni al 31 marzo 1979; con l'introduzione del nuovo sistema di conversione la

consistenza di questo Fondo, interamente rappresentato da valute, è scesa a 16,5 milioni. La proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è di 1 milione di franchi; il totale di questo Fondo di riserva rimarrà pertanto leggermente superiore all'equivalente in franchi oro di un dividendo di 110 franchi svizzeri per azione [vedasi il punto d)].

4) *Fondo di riserva libero*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1979-80 F 146.730.236

Per la stessa ragione indicata al precedente punto 3), la consistenza di questo Fondo è scesa da 643,7 a 127,9 milioni; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è di 18,8 milioni di franchi.

Dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1979-80 le riserve totali della Banca ammontano pertanto a F 591.483.397

Sulla base del precedente metodo di conversione, al 31 marzo 1979 queste riserve ammontavano a 1.333,2 milioni, equivalenti a 558,5 milioni secondo l'attuale base di conversione; esse sono quindi aumentate di 33 milioni. A scopo di raffronto, si consideri che il loro incremento durante il precedente esercizio finanziario sarebbe stato di 28,6 milioni impiegando il nuovo metodo di conversione.

c) *Partite varie* F 265.170.988

rispetto a 728,1 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio finanziario, secondo la vecchia base di conversione, ovvero a 235 milioni secondo la nuova base.

d) *Conto profitti e perdite, prima della ripartizione* F 50.977.378

Tale importo rappresenta l'utile netto per l'esercizio 1979-80 e comprende i proventi netti della vendita della vecchia sede della Banca per 2,6 milioni circa; a scopo di raffronto l'importo per l'esercizio finanziario 1978-79, ricalcolato secondo la nuova base di conversione, risulta di circa 44,8 milioni. I particolari delle proposte di ripartizione dell'utile, in conformità delle disposizioni dell'articolo 51 dello Statuto, sono riportati nella sezione 3 di questo capitolo; tali proposte, di cui si è fatta menzione nel trattare dell'evoluzione delle riserve, prevedono in particolare di devolvere 17.977.378 franchi per il pagamento del dividendo da effettuarsi alla data del 1° luglio 1980; il dividendo complessivo si compone di un importo di 110 franchi svizzeri per azione - come nel precedente esercizio finanziario - e di un'assegnazione straordinaria di 25 franchi svizzeri per azione al fine di solennizzare il cinquantésimo anniversario della Banca.

B. *Fondi ricevuti in prestito.*

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

L'incremento registrato nei "Depositi di banche centrali" è stato ancor più pronunciato di quello del precedente esercizio finanziario, e cioè del 28,4% a fronte del 16,7% (in termini assoluti gli incrementi nei due esercizi non sono raffrontabili a causa della modifica della base di conversione); esso va nuovamente ascritto soprattutto ai

BRI: Origine delle risorse finanziarie esterne.

Origine	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1979	1980	
milioni di franchi			
Depositi di banche centrali	17.515	22.486	+ 4.971
Depositi di altri depositanti	476	753	+ 277
Totale	17.991	23.239	+ 5.248

depositi in dollari USA, una piccola parte dei quali è stata indicizzata sul valore del Diritto speciale di prelievo, in quanto talune banche centrali hanno accresciuto i loro depositi detenuti in questa forma ed altre li hanno effettuati per la prima volta. Va notato che anche i depositi in marchi tedeschi e in franchi svizzeri hanno registrato una certa espansione, nonostante il suddetto leggero deprezzamento di queste monete, mentre i movimenti intervenuti nei depositi in altre monete sono stati generalmente di segno negativo e di modesta ampiezza.

L'aumento nei "Depositi di altri depositanti" è stato assai rilevante, sebbene decisamente inferiore a quello del precedente esercizio finanziario; il relativo saldo si è accresciuto del 58,2%, dopo essersi pressoché triplicato in precedenza; questo movimento riflette principalmente l'afflusso di nuovi depositi in dollari USA, indicizzati sul valore del DSP.

La preponderanza dei "Depositi di banche centrali" sul totale dei fondi ricevuti in prestito ha continuato a diminuire, anche se solo leggermente; la loro quota, ricalcolata impiegando la nuova base di conversione, è scesa dal 97,14 al 96,8%, mentre quella dei "Depositi di altri depositanti" è corrispondentemente aumentata.

Come mostra la tabella seguente, rispetto al totale delle risorse ricevute, la proporzione dei depositi in valute è aumentata dal 77,8 all'80,7% nel corso dell'esercizio finanziario, mentre la quota dei depositi in oro è scesa dal 22,2 al 19,3%.

BRI: Scadenza e natura delle risorse finanziarie esterne.

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
	1979	1980		1979	1980		1979	1980	
milioni di franchi									
A vista	3.941	4.432	+ 491	188	366	+ 178	4.129	4.798	+ 669
Fino a tre mesi.	49	46	- 3	10.688	15.992	+ 5.304	10.737	16.038	+ 5.301
Ad oltre tre mesi.	9	9	-	3.116	2.394	- 722	3.125	2.403	- 722
Totale	3.999	4.487	+ 488	13.992	18.752	+ 4.760	17.991	23.239	+ 5.248

In termini di scadenza, la partecipazione dei depositi vincolati sul totale si è accresciuta dal 77 al 79,4%, mentre quella dei depositi a vista ha registrato una flessione dal 23 al 20,6%.

a) Depositi in oro F 4.486.882.681

rispetto a 3.999 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio finanziario, con un aumento di 488 milioni, cioè del 12,2%, notevolmente superiore a quello di 41 milioni registrato nel precedente esercizio finanziario; esso corrisponde quasi esattamente all'espansione dei depositi a vista, derivata in parte dall'afflusso netto di nuovi depositi da diverse banche centrali ed in parte dalla riduzione dell'ammontare di oro oggetto delle operazioni di riporto, alla scadenza delle quali l'oro ricevuto è stato lasciato su depositi a vista presso la Banca. Nonostante le oscillazioni verificatesi durante l'esercizio finanziario, il volume dei depositi vincolati in oro è rimasto praticamente immutato, con la sola eccezione di quelli fino a tre mesi, che hanno registrato una flessione assai modesta.

b) Depositi in valute F 18.752.198.598

rispetto a 13.992 milioni di franchi al 31 marzo 1979; questa voce, che rappresenta ora poco più dei tre quarti del Passivo, ha registrato un aumento particolarmente forte di 4.760 milioni, pari al 34% (a fronte del 20,3% nel precedente esercizio finanziario). La parte di gran lunga maggiore di questa espansione riguarda i depositi fino a tre mesi, aumentati di circa la metà, anche se il volume dei depositi a vista si è pressoché raddoppiato; per contro, sono diminuiti di quasi un quarto i fondi ad oltre tre mesi. Ne consegue che la scadenza media di tutti i depositi in valuta ricevuti dalla Banca si è notevolmente accorciata nel corso dell'esercizio.

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	
	1979		1980			
	milioni di franchi					
Attività a vista						
Oro	4.987		5.313		+	326
Valute	20	5.007	15	5.328	-	5 + 321
Buoni del Tesoro						
Valute		260		156		- 104
Depositi vincolati ed anticipazioni						
Valute		12.952		14.487		+ 1.535
Altri titoli						
Valute		867		4.268		+ 3.401
Totale						
Oro	4.987		5.313		+	326
Valute	14.099	19.086	18.926	24.239	-	4.827 + 5.153

a) Oro F 5.313.151.938

Questa voce, che all'inizio dell'esercizio finanziario ammontava a 4.987 milioni di franchi, ha registrato un aumento di 326 milioni, ossia del 6,5%, mentre nel precedente esercizio il saldo in essere era leggermente diminuito; questo incremento riflette l'afflusso netto di depositi in oro effettuati da varie banche centrali e, in minor misura,

la liquidazione di operazioni di riporto in oro (venduto a pronti) contro dollari USA concluse sul mercato.

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F 15.504.444

rispetto a 20 milioni di franchi al 31 marzo 1979; va notato che alla fine del precedente esercizio finanziario questa voce risultava leggermente gonfiata in quanto la Banca aveva ricevuto fondi a breve termine che aveva dovuto detenere in contanti.

c) Buoni del Tesoro F 156.032.236

rispetto a 260 milioni di franchi al 31 marzo 1979, con un calo di 104 milioni, cioè del 40%, che corrisponde a circa la metà dell'incremento registrato nel precedente esercizio; la flessione, che concerne i dollari USA, rappresenta la differenza tra i rimborsi alla scadenza di buoni del Tesoro al portatore emessi da un governo estero, e gli acquisti di buoni del Tesoro degli Stati Uniti.

d) Depositi vincolati e anticipazioni F 14.486.946.979

rispetto a 12.952 milioni di franchi al 31 marzo 1979; questa voce, che consiste interamente in valute e che è di gran lunga la più importante dell'Attivo, ha registrato un aumento di 1.535 milioni, pari all'11,9%, cioè ad un tasso leggermente inferiore a quello del precedente esercizio finanziario; questo accrescimento è derivato dai depositi effettuati su un vasto numero di mercati, soprattutto in dollari USA ed in marchi tedeschi, per importi pressoché equivalenti, ed in misura molto minore in franchi svizzeri ed in varie altre valute. Va notato che, rispetto alla composizione dei fondi ricevuti in prestito, la quota delle attività in valute diverse dal dollaro USA e dal franco svizzero è molto maggiore; ciò si spiega con il fatto che, nel ricevere i depositi in dollari USA, indicizzati sul valore del DSP, la Banca si è coperta, generalmente attraverso acquisti a pronti contro dollari USA, ed ha conseguentemente investito le varie monete da essa acquisite.

e) Altri titoli F 4.267.952.816

rispetto a 867 milioni al 31 marzo 1979; questa posta si è praticamente quintuplicata, dopo essere già aumentata di quasi tre quarti nel precedente esercizio finanziario; l'espansione di 3.401 milioni concerne i dollari USA e principalmente vari titoli del Tesoro USA acquisiti dalla Banca in forma di riporto. Inoltre, sono stati effettuati acquisti di certificati di deposito bancari emessi sul mercato statunitense, peraltro in gran parte compensati dal rimborso di varie notes con garanzia di Stato giunte a scadenza.

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 scadenza.

Vita residua	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1979	1980	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi	8.068	14.652	+ 6.584
Ad oltre tre mesi	5.751	4.103	- 1.648
Totale	13.819	18.755	+ 4.936

Rispecchiando le variazioni dianzi descritte nei depositi in valuta, la tabella precedente evidenzia un sostanziale accorciamento della scadenza media di questi investimenti; le attività fino a tre mesi sono aumentate di circa quattro quinti mentre quelle ad oltre tre mesi sono diminuite di oltre un quarto.

f) Partite varie F 169.827.753

rispetto a 15 milioni di franchi al 31 marzo 1979; l'aumento di 155 milioni corrisponde grosso modo agli aggiustamenti dovuti al fatto che, in seguito all'incremento del prezzo di mercato dell'oro durante l'esercizio finanziario, la quantità di oro (acquistato a pronti a prezzi in linea con il mercato) oggetto delle operazioni di riporto contro valute concluse con le banche centrali si è sostanzialmente ridotta all'atto del rinnovo di tali operazioni; di conseguenza, dal punto di vista contabile il valore dell'oro in questione è sceso nettamente al disotto di quello delle valute messe a disposizione dalla Banca.

Operazioni a termine in oro.

Queste operazioni, cui si fa riferimento alla nota 2 in calce al Bilancio, hanno registrato un saldo passivo di F 164.204.075

contro un saldo passivo di 326 milioni all'inizio dell'esercizio finanziario; la flessione, di 162 milioni, nell'ammontare di oro da consegnare a termine è derivata essenzialmente dalla riduzione (menzionata nel precedente paragrafo) del quantitativo di oro oggetto di operazioni di riporto con le banche centrali; tuttavia questa flessione è stata parzialmente compensata dalla liquidazione di riporti in oro (ceduto a pronti) contro dollari USA effettuati sul mercato.

* *
 *
 * *

Nell'esercizio finanziario sotto rassegna, le operazioni della Banca, che si erano sviluppate ad un ritmo moderato nel 1978-79, hanno registrato un'espansione notevolmente più rapida, raggiungendo un nuovo massimo assoluto.

3. Ripartizione dell'utile netto.

I conti relativi al cinquantesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1980, presentano un avanzo complessivo di 54.966.432 franchi a fronte di 45.123.000 franchi per l'esercizio finanziario precedente e di 41.507.000 franchi circa per l'esercizio 1977-78. L'ulteriore espansione registrata nell'esercizio 1979-80 riflette principalmente il maggiore volume di fondi trattati dalla Banca in questo periodo, il più alto livello dei tassi di interesse attivi su un crescente volume di mezzi propri in valuta collocati su vari mercati, ed i proventi netti per 2.630.695 franchi ottenuti dalla vendita dell'immobile della vecchia sede della Banca.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 3.989.054 franchi allo "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione". A seguito del suddetto trasferimento, l'utile netto ammonta a 50.977.378 franchi, contro 44.775.000 franchi del precedente esercizio finanziario e 38.781.000 franchi circa dell'esercizio 1977-78. 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 50.977.378 franchi nel modo seguente:

- 1) a titolo di dividendo su 473.125 azioni, come previsto al comma (2) dell'articolo 51 dello Statuto:
 - a) un importo di 14.648.234 franchi per il pagamento di un dividendo di 110 franchi svizzeri per azione relativamente all'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1980, e
 - b) un ulteriore importo di 3.329.144 franchi per il pagamento di un'assegnazione straordinaria di 25 franchi svizzeri per azione al fine di solennizzare il cinquantesimo anniversario della Banca;
- 2) un importo di 13.200.000 franchi al Fondo di riserva generale;
- 3) un importo di 1 milione di franchi al Fondo speciale di riserva per i dividendi; ed infine
- 4) un importo di 18.800.000 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.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo sarà corrisposto il 1° luglio 1980 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1980.

Il Bilancio, il Conto profitti e perdite e un prospetto riassuntivo delle variazioni nel capitale versato e nelle riserve della Banca 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 1980, e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in calce al Bilancio.

In aggiunta, alla fine della presente Relazione sono riportati un Bilancio e un Conto profitti e perdite pro forma elaborati, a scopo di raffronto, secondo la vecchia base di conversione.

4. 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 1979-80 si è chiuso il 1° giugno 1980; a questa data tutte le obbligazioni di conversione in essere sono giunte a scadenza e sono state rimborsate. Gli interessi relativi all'esercizio finanziario 1979-80 sono stati debitamente versati alla Banca e da questa distribuiti agli Agenti nazionali. Poiché le obbligazioni di consolidamento erano già giunte a scadenza il 1° dicembre 1972, tutte le obbligazioni del Prestito Young emesse ai termini dell'Accordo di Londra sono ora scadute. Tuttavia, come spiegato in seguito, i detentori di obbligazioni e cedole potranno

aver diritto a percepire un pagamento addizionale in virtù della garanzia di cambio annessa al Prestito Young.

La seguente tabella riporta la situazione del Prestito Young.

Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (Prestito Young).
Obbligazioni di conversione.

Emissione	Valuta	Obbligazioni emesse	Valore di rimborso*		Obbligazioni rimborsabili alla data ultima di scadenza (1° giugno 1980)
			Obbligazioni acquistate o sorteggiate per il rimborso negli esercizi finanziari dal 1958-59 al 1978-79	1979-80	
Americana . . .	\$	90.139.000	33.197.000	766.000	56.176.000
Belga	FB	202.894.000	71.524.000	37.001.000	94.369.000
Britannica . . .	£	39.055.000	13.675.000	2.522.000	22.858.000
Francese	FF	633.074.000	224.447.000	25.261.000	383.366.000
Olandese	Fl	52.581.000	18.190.000	6.770.000	27.621.000
Svedese	SKr	126.666.000	45.134.000	6.830.000	74.702.000
Swizzera	FS	58.393.000	20.152.000	948.000	37.293.000
Tedesca	DM	14.509.000	4.917.000	96.000	9.496.000

* In base ai valori stabiliti dall'Amministrazione tedesca del debito federale per la data di scadenza del 1° dicembre 1979, 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 variazioni, fino al 31 marzo 1978, dei tassi di cambio delle valute di emissione che non hanno comportato una modifica 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 e quindi di calcolare gli importi spettanti ai detentori di obbligazioni di conversione 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 di conversione 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 tedesca del debito federale aveva sostenuto che la garanzia di cambio era applicabile solo in base alle parità notificate al FMI.

Come menzionato nella quarantanovesima Relazione annuale della BRI, alle date di scadenza del Prestito 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 delle emissioni americana, britannica, francese e svedese ed un ulteriore modesto aggiustamento, il 1° dicembre 1978, per i detentori di obbligazioni dell'emissione americana. Alle date di scadenza del 1° giugno e del 1° dicembre 1979, il franco belga risultava ancora, secondo l'Amministrazione del debito federale, la "moneta meno deprezzata"; i calcoli effettuati su questa base dalla suddetta Amministrazione hanno comportato un leggero aggiustamento verso il basso degli importi dovuti ai detentori di obbligazioni delle emissioni americana e britannica il

1° giugno 1979, mentre gli importi relativi alla scadenza del 1° dicembre 1979 sono rimasti invariati per tutte le emissioni.

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 *de facto* 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 *de facto* delle monete, è stato sottoposto all'attenzione dei governi dei paesi in cui sono state effettuate le emissioni del prestito e il Fiduciario ha invitato gli stessi ad esaminare la questione e ad adoperarsi al fine di pervenire ad una adeguata soluzione. Il Fiduciario ha informato l'Amministrazione del debito federale che le riserve da esso espresse in merito alla controversia giuridica relativa alle rivalutazioni del marco tedesco del 1961 e 1969, al fine di tutelare i diritti dei detentori per quanto riguarda l'applicazione della clausola di garanzia di cambio del Prestito Young, valevano altresì per i tassi di cambio fluttuanti. Il fatto che le cedole e le obbligazioni giunte a scadenza a partire dal 1° giugno 1961, ed in particolare alla data ultima di scadenza del 1° giugno 1980, siano già state presentate al rimborso non ha rilevanza sulle riserve espresse dal Fiduciario.

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'articolo 28 dell'Accordo di Londra da parte dei governi americano, belga, britannico, francese e svizzero in veste di attori e del governo della Repubblica federale tedesca in qualità di convenuto. Il 16 maggio 1980 il tribunale arbitrale ha emesso il suo lodo a favore del governo convenuto con una maggioranza di quattro voti contro tre. Il Fiduciario auspica che questa decisione possa facilitare 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, il cui servizio è stato espletato in conformità degli accordi relativi.

Tutte le obbligazioni convalidate delle emissioni americana ed anglo-olandese sono rispettivamente giunte a scadenza nel 1978 e 1979; quelle della emissione svizzera ancora in circolazione saranno rimborsabili alla scadenza finale del 1° luglio 1980, data alla quale il Prestito internazionale del governo austriaco 1930 sarà pervenuto interamente a scadenza.

5. 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 1979-80, per il servizio dei prestiti garantiti la Banca ha ricevuto l'equivalente di circa 0,5 milioni di franchi per interessi e circa 6 milioni di franchi per rimborsi. A fine esercizio, il totale complessivo in essere si è ridotto all'equivalente di circa 5 milioni di franchi.

Prestiti garanti della CECA.

Serie dei titoli garantiti	Date di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Importo originario dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1980	Tasso di interesse %	Anno di scadenza finale o di rimborso
1 ^a	1954	Stati Uniti	Governo USA	\$ 100.000.000	—	3 ⁷ / ₈	1979
2 ^a	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	34.800.000	3 ¹ / ₂	1982
3 ^a	1955	Germania	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50.000.000	1.274.400	3 ³ / ₄	1981
4 ^a	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	FB 20.000.000 F Lux 5.000.000	3.480.000	3 ¹ / ₂	1982 1961
5 ^a	1956	Saar	Landesbank Saar Girozentrale, Saarbrücken	DM 2.977.450 ²	—	4 ¹ / ₄	1977
6 ^a	1956	Svizzera	Emissione pubblica	FS 50.000.000	—	4 ¹ / ₄	1974
7 ^a	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	—	5 ¹ / ₂	1975
8 ^a			Emissione pubblica	\$ 7.000.000	—	5	1962
9 ^a			Prestiti bancari	\$ 3.000.000	—	5	1962
10 ^a	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	F Lux 100.000.000	21.793.586	5 ¹ / ₄	1982
11 ^a	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	—	5	1978
12 ^a			Emissione pubblica	\$ 15.000.000	—	4 ¹ / ₂	1963
13 ^a	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	1.900.000	5 ¹ / ₄	1980
14 ^a			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 ⁷ / ₈	1963
			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 ⁷ / ₈	1964
15 ^a	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	\$ 3.400.000	—	5	1965
			Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	F Lux 100.000.000	40.142.654	5 ¹ / ₄	1986
16 ^a	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	Fl 50.000.000	6.450.000	4 ¹ / ₈	1981

¹ 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. ² Questo prestito, negoziato in franchi francesi, è stato convertito in DM nel 1959. L'importo originario ammontava a 350 milioni di vecchi franchi francesi.

6. 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 (il cosiddetto "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 all'attuazione, nel marzo e aprile del 1976, delle prime operazioni comunitarie di prestito, 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".

In quanto Agente del Fondo, la Banca svolge due tipi funzioni: da un lato, quelle concernenti il funzionamento del Sistema monetario europeo; dall'altro, le funzioni relative all'esecuzione delle operazioni finanziarie connesse con i crediti comunitari.

- 1) Nel primo caso, le funzioni sono essenzialmente le seguenti:
 - a) La Banca tiene i conti del Fondo, registrandovi in Unità monetarie europee (ECU):
 - i debiti e i crediti nei confronti del Fondo delle banche centrali comunitarie che partecipano al meccanismo dei tassi di cambio dello 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.
 - b) La Banca effettua le operazioni connesse con la creazione, l'impiego e la remunerazione di ECU, ed in particolare:
 - conclude, in nome e per conto del Fondo, le operazioni di *swap* con ciascuna delle banche centrali comunitarie consistenti, dal lato a pronti, nel trasferimento di ECU a tali istituzioni in contropartita del 20% delle loro disponibilità auree e del 20% delle loro riserve lorde in dollari USA. Queste operazioni di *swap* sono rinnovate ogni tre mesi ed in tale occasione vengono effettuati i necessari aggiustamenti, innanzitutto per assicurare che il contributo al Fondo di ciascuna banca centrale continui a rappresentare almeno il 20% delle riserve in oro e in dollari detenute alla fine del mese precedente la data del rinnovo, ed in secondo luogo per tener conto delle variazioni nel prezzo dell'oro e nel tasso di cambio del dollaro rispetto all'ECU;
 - 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, particolarmente 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 computati sulle posizioni nette in ECU delle banche centrali.
 - c) La Banca registra nella contabilità del Fondo le operazioni effettuate in connessione con l'Accordo di sostegno monetario a breve termine.

Durante il primo anno di funzionamento dello SME gli interventi effettuati dalle banche centrali partecipanti al meccanismo dei tassi di cambio, registrati in ECU nella contabilità del FECoM, sono complessivamente ammontati a ECU 4 miliardi circa.

Al 31 marzo 1980 il Fondo aveva emesso un totale di quasi ECU 33 miliardi, equivalenti a circa \$USA 43 miliardi al tasso di cambio corrente a quella data. Questi ECU sono stati creati in contropartita delle contribuzioni obbligatorie di attività di riserva da parte delle banche centrali comunitarie partecipanti al meccanismo dei tassi di cambio dello SME, nonché della contribuzione volontaria effettuata dalla Banca d'Inghilterra pochi mesi dopo l'introduzione del sistema. Una parte di queste attività in

ECU è stata impiegata da numerose banche centrali comunitarie soprattutto per il regolamento, totale o parziale, dei debiti derivanti dai suddetti interventi.

Il sistema di sostegno monetario a breve termine è stato utilizzato per l'ultima volta dall'Italia nel 1974 e da allora non è stato più attivato.

2) Nella sua funzione di Agente del Fondo per l'amministrazione delle operazioni finanziarie attive e passive 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 finanziarie attive e passive 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 la stessa data di valuta ai destinatari finali;
- registrazione di tali operazioni finanziarie nei libri contabili del Fondo;
- controllo delle scadenze stabilite dai contratti relativi alle operazioni finanziarie attive e passive per il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale;
- comunicazione alla Commissione delle Comunità europee delle operazioni compiute per conto della CEE.

Durante l'esercizio finanziario 1979-80 la Banca, nella sua funzione di Agente del Fondo, ha effettuato il pagamento degli interessi e delle commissioni, nonché il rimborso di un prestito di \$ 500 milioni collocato dalla Comunità economica europea nel 1976. Alla data del 31 marzo 1980 essa amministrava, dopo il suddetto rimborso, sei operazioni di prestito, per un totale di \$ USA 1,1 miliardi e di DM 0,5 miliardi, di cui l'85% circa sono stati prestati all'Italia e la restante parte all'Irlanda. Tutte queste operazioni finanziarie attive e passive recano un tasso di interesse fisso, variante tra il 7,25 e l'8,25%, secondo la scadenza del prestito (all'origine, mediamente di oltre cinque anni), la moneta di emissione e la data di conclusione del contratto.

7. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione.

Il mandato del Dott. Jelle Zijlstra in qualità di Presidente del Consiglio di amministrazione e Presidente della Banca veniva a scadere il 30 giugno 1979. Nella riunione del Consiglio dell'11 giugno 1979 egli è stato rieletto a queste cariche, in base all'articolo 38 dello Statuto, per un periodo di tre anni che si concluderà il 30 giugno 1982.

Nell'ottobre 1979 il Dott. Carlo Azeglio Ciampi è succeduto al Prof. Paolo Baffi nella carica di Governatore della Banca d'Italia, divenendo membro di diritto del Consiglio in sua sostituzione. Nella riunione del Consiglio tenuta il 13 novembre 1979 il Presidente ha espresso al Prof. Baffi la sincera gratitudine di tutti i membri del Consiglio per gli eminenti servizi resi alla Banca, durante il periodo di oltre diciannove anni di permanenza in carica, inizialmente in qualità di Sostituto, quindi di Consigliere aggiunto ed infine di membro di diritto del Consiglio.

Il Signor Carl-Henrik Nordlander ha lasciato la carica di Governatore della Banca di Svezia nel novembre 1979 ed in pari tempo ha cessato di far parte del Consiglio di

amministrazione della BRI. Nella riunione del Consiglio del 13 novembre 1979 il Presidente ha ringraziato il Signor Nordlander per i preziosi servizi resi alla Banca durante il periodo di tre anni del suo mandato.

Nel novembre 1979 il Signor Bernard Clappier si è dimesso dalla carica di Governatore della Banca di Francia ed è stato sostituito dal Signor Renaud de la Genière, divenuto pertanto membro di diritto del Consiglio. Nella riunione del Consiglio dell'11 dicembre 1979, il Presidente ha annunciato che il Signor de la Genière, avvalendosi delle disposizioni dell'articolo 27(2) dello Statuto, ha chiamato il Signor Clappier a ricoprire la carica di Consigliere per il periodo di tre anni che si concluderà il 27 novembre 1982. Il Presidente ha altresì espresso il compiacimento di tutti i membri del Consiglio per la permanenza del Signor Clappier, già membro di diritto dal luglio 1974, in seno al Consiglio.

Nella riunione del Consiglio tenuta l'11 dicembre 1979, il nuovo Governatore della Banca di Svezia, Signor Lars Wohlin, è stato eletto alla carica di Consigliere, in conformità degli articoli 27(3) e 28 dello Statuto, con un mandato che verrà a scadenza il 31 marzo 1981.

Il 1° gennaio 1980 il Signor Karl Otto Pöhl è succeduto al Dott. Otmar Emminger nella carica di Presidente della Deutsche Bundesbank, divenendo Consigliere di diritto della BRI in sostituzione del Dott. Emminger. Nella riunione del Consiglio dell'11 dicembre 1979 il Presidente ha espresso al Dott. Emminger la profonda gratitudine di tutti i membri del Consiglio per l'insigne contributo dato all'attività della Banca ed alla cooperazione tra le banche centrali durante il periodo di permanenza in carica, dapprima in qualità di Sostituto quindi di Consigliere di diritto, durato oltre dieci anni.

Il Dott. Antonino Occhiuto ha lasciato la carica di Consigliere l'11 febbraio 1980. Nella riunione del Consiglio tenuta l'8 gennaio 1980, il Presidente ha reso omaggio al Dott. Occhiuto per gli stimatissimi servizi resi alla Banca durante un periodo di quattro anni e mezzo.

Nella riunione del 12 febbraio 1980, il Presidente ha annunciato che il Dott. Ciampi, Governatore della Banca d'Italia, ha nominato il Prof. Baffi alla carica di Consigliere resasi vacante in seguito alle dimissioni del Dott. Occhiuto. Tale nomina è stata effettuata in base agli articoli 27(2) e 28 dello Statuto per il restante periodo del mandato del Dott. Occhiuto, che giungerà a scadenza il 7 novembre 1981. Il Presidente ha espresso il vivo compiacimento del Consiglio per il fatto che il Prof. Baffi possa nuovamente partecipare alle sue delibere.

Nel corso della stessa riunione il Presidente ha informato il Consiglio che il Signor Pöhl, Presidente della Deutsche Bundesbank, ha designato il Dott. Leonhard Gleske quale suo Sostituto.

Il mandato del Dott. Fritz Leutwiler in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 31 marzo 1980, è stato rinnovato, nel corso della riunione del Consiglio svoltasi l'11 marzo 1980, per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 31 marzo 1983, in base all'articolo 27(3) dello Statuto.

Nel corso della stessa riunione, il Presidente ha informato il Consiglio che il Signor Gordon Richardson, Governatore della Banca d'Inghilterra, ha designato il Signor A.D. Loehnis ad esercitare le funzioni di suo Sostituto in luogo del Signor C.W. McMahon. Il

Presidente ha espresso al Signor McMahon la gratitudine della Banca per i preziosi servizi resi durante un periodo di oltre sette anni.

Il Presidente ha annunciato nel corso della riunione del Consiglio svoltasi l'11 marzo 1980 che la Banca ha deciso di promuovere il Signor Jean Vallet al grado di Condirettore, con decorrenza dal 1° aprile 1980.

* * *

La Banca ha appreso con profondo cordoglio la notizia della scomparsa del Dott. Milton Gilbert, avvenuta il 28 settembre 1979. Il Dott. Gilbert aveva ricoperto la carica di Consigliere economico della Banca e di Capo del Dipartimento monetario ed economico dal novembre 1960 fino alla data del suo collocamento in pensione alla fine di dicembre del 1975.

CONCLUSIONI.

Due impressioni contrastanti emergono dai principali capitoli di questa Relazione. La prima è che le prospettive per il 1980 sono meno fosche di quanto si potrebbe desumere da un'analogia semplicistica fra il secondo *shock* petrolifero e quello del 1973-74. Tuttavia l'altra è che, se l'anno in corso può essere riguardato con una certa serenità, all'orizzonte paiono addensarsi nuvole che oscurano il quadro degli anni a venire. I responsabili della politica economica sono ben consapevoli di tale ambivalenza, e la Relazione non intende contraddire quella che è divenuta una *communis opinio*. Nondimeno, da diagnosi conformi è possibile trarre differenti conclusioni di politica economica, ed è intento di queste pagine conclusive richiamare l'attenzione sulle implicazioni di lungo periodo delle scelte di politica economica che si potranno via via presentare alle autorità.

L'inquietudine circa le prospettive più lontane trae motivo dal cumularsi di ipotesi o di previsioni pessimistiche. All'origine vi è il timore che l'evoluzione congiunturale, rafforzata dagli orientamenti generalmente restrittivi delle politiche monetarie — talvolta persino in concorrenza tra loro — spinga il mondo industriale dell'Occidente in una vera e propria recessione. Si presume che una tale recessione sposterebbe l'onere dei disavanzi correnti dai paesi industriali, più forti, ai paesi più deboli, ed in particolare a quelli in via di sviluppo non esportatori di petrolio; e che ciò sarebbe ancora più inquietante in quanto, nonostante la recessione, lo squilibrio petrolifero complessivo è destinato questa volta ad essere più duraturo che sei anni orsono. Negli stessi paesi industriali dell'Occidente la recessione aggraverebbe la disoccupazione ed amplierebbe i già ingenti disavanzi del settore pubblico; al tempo stesso si teme che, pur attenuandosi gli eccessi inflazionistici, il declino dei tassi di inflazione possa arrestarsi ben presto. La persistenza di elevati tassi di inflazione "di base", unitamente agli ampi disavanzi pubblici e ad un ostinato squilibrio petrolifero complessivo, renderebbe difficile l'avvio, e forse impossibile il mantenimento, di una politica concertata di rilancio della crescita. Il mondo industriale occidentale si ritroverà allora sulla strada della stagflazione, ma con ancora più inflazione, meno sviluppo e più ampi squilibri esterni che dopo la prima crisi petrolifera.

Cosa si potrà fare per impedire che un quadro così pessimistico divenga realtà? La risposta è che nel breve periodo non sarà possibile evitare in pari tempo tutti questi mali. Occorrerà operare una scelta, e questa scelta dovrà essere basata su una disamina delle vie che effettivamente si aprono all'azione di politica economica.

E' possibile indicare una linea direttrice nella ricerca della scelta appropriata. L'esperienza ci mostra che è preferibile basare le politiche su una valutazione della situazione corrente vista in connessione con quelle che paiono essere le caratteristiche più durature dell'economia mondiale, piuttosto che sulla reazione ai minimi sussulti nell'evoluzione di breve periodo. Due ragioni giustificano tale indicazione. In primo luogo, le previsioni congiunturali a breve termine si sono notoriamente dimostrate poco attendibili, e gli effetti destabilizzanti di tale scarsa attendibilità sono stati amplificati dai ritardi nelle decisioni di politica economica e nella loro attuazione. Questi difetti di tempestività assumono particolare importanza nel contesto della cooperazione

internazionale poiché, come si è potuto osservare negli anni settanta, essi generano cicli internazionali sincroni oppure, all'estremo opposto, forti squilibri esterni e perturbazioni valutarie. In secondo luogo, un tale approccio offrirebbe il vantaggio addizionale di palesare i vincoli di lungo periodo che limitano di fatto le libertà di scelta apparentemente disponibili sulla base delle previsioni a breve termine.

Che cosa si può affermare alla luce di queste considerazioni?

Anzitutto, che l'inflazione è in pari tempo un fatto incontrovertibile ed un problema di lungo periodo. I tassi di inflazione sono elevati ed in alcuni casi stanno ancora salendo. Certo, come sostiene la presente Relazione, le probabilità di riuscire a soffocare l'attuale fiammata inflazionistica possono ritenersi ragionevolmente alte, purché vengano effettivamente attuate politiche restrittive. Molti sono tuttavia i fatti da tenere in considerazione allorché ci si pone in una prospettiva di più lungo periodo. L'inflazione ha potuto acquisire un forte slancio in quasi tutti i paesi industriali dell'Occidente, cosicché il semplice principio di inerzia rischia di prostrarne il moto per lungo tempo, anche se a ritmi meno impressionanti. Ciò è semplicemente un modo diverso per dire che l'inflazione "di base" potrebbe essere ancora alta ed assai ostinata. Dopo tutto, la recente impennata dei prezzi è partita da un tasso medio del 7%, già storicamente elevato, nei paesi del Gruppo dei Dieci. Va inoltre rilevato che i paesi che in passato avevano ottenuto notevoli successi nella lotta contro l'inflazione erano pervenuti a questo risultato con l'ausilio di un apprezzamento esterno della propria moneta. Tutti questi paesi accusano ora disavanzi nelle bilance dei pagamenti correnti, e ciò rende meno probabile che essi siano in grado di usare l'apprezzamento esterno della propria moneta come efficace arma antinflazionistica. Un aspetto ancora più importante è che, data la diffusa percezione del fatto che il deprezzamento della propria moneta costituisce un grosso svantaggio in un contesto mondiale inflazionistico, sarà sempre più difficile a qualsiasi grande paese — anche se con una forte bilancia dei pagamenti — trarre beneficio dall'effetto antinflazionistico dell'apprezzamento, nella stessa misura consentita in passato alla Germania e alla Svizzera. L'inflazione, in quanto male comune, dovrà essere combattuta con mezzi che non portino il marchio di un apprezzamento competitivo delle monete.

In secondo luogo, la storia recente ci ha insegnato che la presenza dell'inflazione nei paesi industriali deprime in definitiva l'attività di investimento e quindi lo sviluppo. E ciò non solo per la ragione che non vi è altra via per arrestare l'inflazione se non quella di politiche restrittive che ovviamente comprimono anche gli investimenti. L'inflazione genera altresì inevitabilmente un clima di incertezza — i tassi di inflazione non sono mai stabili, né lo sono i tassi di interesse in un contesto inflazionistico — che per sua natura è pregiudizievole all'attività di investimento.

In terzo luogo, vi sono insegnamenti da trarre dalle esperienze delle esplosioni dei prezzi dei prodotti primari nel 1973-74 e nel 1979. In entrambi i casi, i forti rincari delle materie prime ad uso industriale hanno avuto un ruolo importante nell'accelerazione del rialzo dei prezzi all'ingrosso nei principali paesi industriali. Nessuna di queste impennate nei prezzi dei prodotti primari può essere riguardata come uno *shock* essenzialmente "esterno", prodotto da una crisi dell'offerta o da accordi di prezzo, benché naturalmente tali elementi esterni siano stati palesi nel caso di alcuni prodotti. Al contrario, vi sono fondati motivi per ritenere che entrambe le esplosioni dei prezzi delle materie prime siano state innescate dalla forza complessiva della domanda nei principali paesi industriali, e che quindi siano state di natura endogena rispetto all'economia mondiale. Si è potuto altresì constatare una certa accumulazione di scorte di carattere speculativo, resa possibile da politiche monetarie relativamente condiscendenti.

Queste esperienze suggeriscono due conclusioni. La prima è che, data l'attuale situazione per quanto concerne l'organizzazione dei mercati e la capacità produttiva, i mercati mondiali dei prodotti primari limitano il ritmo a cui la produzione industriale del mondo occidentale può crescere senza mettere in moto un processo inflazionistico. L'altra è che l'attuazione di politiche espansive concertate può dar luogo ad un'eccessiva accelerazione nella crescita della produzione industriale, e ciò non di proposito, ma a causa di inconvenienti nell'applicazione delle politiche stesse, o di carenze nelle proiezioni a breve termine. Il problema nel 1979 è consistito non nel fatto che lo sviluppo si è accelerato nella Repubblica federale tedesca e in Giappone, ma nel fatto che la domanda aggregata negli Stati Uniti non si è indebolita conformemente alle previsioni. Episodi di questo genere mettono seriamente in dubbio l'efficacia e quindi l'opportunità di un *fine tuning* internazionale.

Infine, è assai importante trarre ammaestramento dal ripetersi della crisi petrolifera. Quanto detto poc'anzi sui prodotti primari in generale vale ancor più per il particolare mercato del petrolio. Mentre le impennate nei prezzi delle materie prime ad uso industriale tendono ad affievolirsi, non pare avvenire altrettanto per i rincari del petrolio: le punte del 1973-74 e del 1979 sono state seguite, almeno per un certo periodo, da una flessione nella maggior parte dei prezzi delle materie prime industriali, mentre il prezzo reale del petrolio è sceso soltanto in misura relativamente modesta nella seconda metà degli anni settanta e non pare affatto decrescere al momento attuale. Già solo per questa ragione l'impatto generatore di inflazione dello *shock* petrolifero è di natura molto meno transitoria. Al tempo stesso, il rincaro del petrolio tende altresì ad avere sui saldi con l'estero un effetto più generale, più acuto e di maggiore durata che un incremento, pur se alquanto diffuso, nei prezzi delle altre materie prime. Esso è più generale, poiché tutti i paesi utilizzano il petrolio; più acuto, poiché il mondo si suddivide nettamente in un ristretto gruppo di paesi esportatori da un lato, ed una moltitudine di paesi importatori di petrolio dall'altro, mentre è decisamente maggiore il numero dei paesi esportatori di altri prodotti primari, soprattutto fra quelli in via di sviluppo, ma anche nell'ambito del mondo industrializzato; infine, l'impatto tende ad essere di più lunga durata a causa del peso prevalente di un piccolo numero di paesi produttori a bassa capacità di importazione.

Ci si può chiedere se, come nel caso delle altre materie prime ad uso industriale, parte del rincaro del petrolio non sia da imputare all'eccessiva domanda mondiale. A tale conclusione si possono opporre due argomentazioni. Anzitutto, che le perturbazioni nell'offerta di petrolio provocate dalla rivoluzione iraniana hanno avuto un ruolo causale diretto; secondariamente, che l'OPEC dispone di un potere monopolistico nella fissazione del prezzo. D'altra parte, si può obiettare che l'impatto della contrazione nelle forniture iraniane avrebbe potuto essere assorbito più rapidamente dai mercati mondiali se vi fosse stato un ragionevole margine di sicurezza, non solo in termini di scorte, ma anche in termini di relazione fra capacità produttiva e domanda finale. Un tale margine di sicurezza avrebbe altresì limitato il potere contrattuale dell'OPEC, che non costituisce in realtà un monopolio, ma al più un oligopolio; ed è ben noto che la coesione organizzativa di un gruppo oligopolistico di produttori è fortemente accentuata dall'esistenza di una situazione di mercato favorevole ai venditori.

Questa serie di considerazioni induce a formulare diverse raccomandazioni generali di politica economica.

La prima concerne la durata e la natura delle politiche antinflazionistiche. Le autorità dei paesi industriali dell'Occidente hanno fatto chiaramente intendere, sia singolarmente sia collegialmente, che il loro obiettivo prioritario è la lotta contro l'inflazione. Purtroppo ciò non è sufficiente. Esse dovrebbero altresì fare chiaramente comprendere che persisteranno nell'impiego di tutti gli strumenti antinflazionistici a disposizione della politica economica, fino a che i tassi di inflazione non saranno scesi sensibilmente al disotto del limite che, prima dell'esplosione dei prezzi del petrolio, veniva considerato il livello "di base" nei singoli paesi. Fintantoché un siffatto impegno non diverrà decisamente esplicito, l'attuale indirizzo non troverà sufficiente credibilità e pertanto le politiche monetarie restrittive in atto non riusciranno a conseguire una vittoria duratura sull'inflazione.

In una prospettiva di più lungo periodo non vi sono alternative alla linea d'azione raccomandata, poiché quanto più a lungo persisterà l'inflazione, tanto più dolorosa sarà la cura. La stimolazione della domanda può essere efficace nel breve periodo, ma non vi è alcuna vera opzione a lungo termine fra crescita e inflazione. Ciò che emerge chiaramente dall'esperienza degli anni settanta è che i tentativi per sottrarsi alla trappola della stagflazione puntando tutto sulla crescita economica hanno in definitiva agito nel senso di esacerbare sia l'inflazione che la disoccupazione. Né si può affermare a questo stadio che un orientamento radicale della politica economica comporterà necessariamente perdite insopportabili in termini di produzione e di occupazione. Nella presente Relazione si sottolinea che nel 1979, con pochissime eccezioni, gli incrementi nominali e reali delle retribuzioni sono stati sensibilmente inferiori a quelli della prima metà degli anni settanta, preparando così il terreno per un successo potenzialmente rapido nella lotta all'inflazione.

Nel sollecitare l'impiego di "tutti gli strumenti antinflazionistici a disposizione della politica economica" è opportuno fare alcune precisazioni. Anzitutto è necessario che, in vario grado a seconda dei paesi, la politica monetaria venga integrata non solo da quella fiscale, ma anche da forme di politica dei redditi adeguate al quadro istituzionale e alla situazione di ciascun paese. Certamente, il processo inflazionistico è un fenomeno monetario, quanto meno nel senso che l'aumento dei prezzi non può proseguire se non è convalidato dalla creazione di moneta. Ciò comporta chiaramente che esso non può neppure essere arrestato se la politica monetaria non cessa di essere condiscendente. Tuttavia, nei paesi in cui l'inflazione è divenuta un modo di vivere, fare esclusivo affidamento sulla politica monetaria potrebbe ben condurre ad un gravissimo e protratto calo reale della produzione prima di esercitare un effetto duraturo sul tasso di inflazione. In tali casi la politica dei redditi potrebbe pertanto dimostrarsi utile al fine di conseguire il consenso necessario a rendere minimo l'impatto deflazionistico della politica monetaria sulla produzione e sull'occupazione.

Una seconda raccomandazione di politica economica riguarda il processo di aggiustamento di fronte alle perturbazioni create dalla seconda crisi petrolifera. Le previsioni formulate nel 1973-74 di una persistente ed ampia eccedenza esterna dei paesi OPEC si sono rivelate tutt'altro che esatte, soprattutto perché avevano sottovalutato la capacità e la volontà dei paesi esportatori di petrolio di importare beni e servizi. E' impossibile prevedere in quale misura il processo di assorbimento, così come l'erosione del guadagno iniziale in termini di ragioni di scambio conseguito dai paesi petroliferi, possa seguire il modello precedente. L'economia mondiale incorrerebbe ovviamente in gravissimi pericoli se non dovesse realizzarsi nessuno di questi processi correttivi; e i pericoli sarebbero ancora maggiori se il prezzo reale del petrolio dovesse ulteriormente muoversi al rialzo. Questa incertezza mette in rilievo l'acuto bisogno di altri metodi di

aggiustamento. Chiaramente l'unico metodo appropriato consiste nel risparmio di petrolio, sia mediante un minore consumo di energia, sia attraverso la sostituzione del petrolio con fonti energetiche alternative. Sono già stati compiuti progressi in questa direzione, ma è di fondamentale importanza per l'economia mondiale che tale processo sia accelerato, usando tutti i possibili incentivi, non esclusi prezzi più elevati a carico degli utilizzatori finali per incoraggiare entrambe le forme di risparmio di petrolio.

Ma anche nell'ipotesi più ottimistica, il conseguimento di sostanziali risparmi nel consumo di petrolio è impresa a lunga scadenza, e ciò pone il problema dell'azione da seguire nel frattempo. E' stato proposto di offrire ai paesi esportatori di petrolio attività finanziarie che li inducano a mantenere, o addirittura ad incrementare, il loro ritmo di produzione. Una tale proposta meriterebbe di essere approfondita, benché la creazione di speciali sbocchi di investimento per una specifica categoria di investitori rischierebbe di sollevare questioni di principio e molte difficoltà tecniche. E' più probabile che durante questi anni di transizione i paesi industriali dell'Occidente debbano accettare un tasso di sviluppo sufficientemente contenuto da assicurare un ragionevole equilibrio fra l'offerta e la domanda di petrolio. La deludente conclusione è che un mondo gravato da incertezze politiche, e posto quindi di fronte alla possibilità di ulteriori crisi dal lato dell'offerta, ha assolutamente bisogno di un margine di sicurezza.

In sintesi, sia le condizioni dei mercati del petrolio e delle materie prime, sia l'esigenza di un impegno inequivocabile a ridurre il tasso di inflazione — anche al disotto del livello "di base" esistente all'inizio del 1979 — fanno presagire per il mondo industriale dell'Occidente un lungo periodo di crescita penosamente lenta. Ma il realizzarsi di una tale ipotesi solleverebbe certamente ardui problemi in altri settori.

Al primo posto figurerebbe il problema di un tasso di disoccupazione elevato e fors'anche crescente. Poiché in molti paesi industriali la disoccupazione è già troppo alta, è legittimo domandarsi se i vantaggi di un attacco frontale all'inflazione e del contenimento dell'eccedenza petrolifera entro limiti sopportabili compensino i costi sociali ed umani che potrebbero esservi da pagare. A breve termine la risposta è probabilmente negativa, ma in una prospettiva di più lungo periodo semplicemente non è data possibilità di scelta. Come già detto, l'accettazione di un più alto tasso di inflazione non assicurerà a lungo andare un più alto tasso di crescita. Peraltro, l'accettazione di un più basso tasso di sviluppo renderà più facile la lotta all'inflazione e favorirà infine il rilancio dell'espansione. Durante il periodo intermedio sarà compito dei singoli paesi industriali trovare le vie ed i modi compatibili con le proprie tradizioni e strutture sociali per risolvere i problemi posti dalla disoccupazione.

La seconda questione cruciale nei paesi industriali dell'Occidente riguarda gli investimenti. Gli investimenti in grado di ampliare la capacità produttiva non sarebbero ovviamente stimolati da una più lenta crescita economica, né ve ne sarebbe il bisogno. Sarebbe tuttavia necessario un elevato livello degli investimenti destinati al risparmio di energia e allo sviluppo di fonti energetiche alternative. L'attività di investimento sarebbe altresì necessaria per facilitare il processo di ristrutturazione industriale e preparare così il terreno per la successiva fase di nuova espansione; anche in questo ambito dovranno essere trovate soluzioni adeguate affinché la più lenta crescita non abbia un effetto dissuasivo sugli investimenti di tale tipo. Un elemento incoraggiante è il fatto che il progresso tecnologico è proseguito a ritmo sostenuto, e il ritorno ad un clima meno inflazionistico, e quindi meno incerto, favorirebbe un aumento degli investimenti autonomi. Un altro può risiedere nell'aumento apparentemente continuo del costo dell'energia in rapporto a quello del capitale e del lavoro. Questi spostamenti nei prezzi

relativi dovrebbero di per sé stimolare gli investimenti miranti al risparmio di energia e forse persino quelli ad alta intensità di lavoro.

Il principale problema sul piano internazionale consisterebbe nel finanziamento dei cospicui disavanzi correnti dei paesi industriali minori meno facoltosi e dei paesi in via di sviluppo non petroliferi. Per ovvie ragioni, questi paesi non possono permettersi, nell'insieme, di seguire l'esempio dei grandi paesi industriali ad elevato reddito sulla via di una crescita sensibilmente più lenta; essi si troveranno pertanto a sopportare una quota maggiore del disavanzo petrolifero globale il quale, persino in un siffatto contesto, potrebbe risultare ampio e duraturo, anche se sperabilmente inferiore a quello del 1980.

La ricerca di nuove vie per accrescere i flussi di capitali, al fine di sviluppare l'offerta di prodotti primari e di energia nei paesi minori e in quelli emergenti, sarebbe nell'interesse di questi e dei maggiori paesi industriali.

Non vi è dubbio, tuttavia, che il sistema bancario internazionale dovrà svolgere un ruolo importante nel finanziamento dei disavanzi esterni. Per le ragioni esposte nei precedenti capitoli di questa Relazione, l'ulteriore ordinata partecipazione delle banche al processo di riciclaggio delle nuove eccedenze OPEC potrebbe rivelarsi più problematica che dopo la prima crisi petrolifera.

Un presupposto per assicurare questa partecipazione è che nell'ambito dei gruppi di paesi sopra menzionati vi siano passaggi da posizioni deficitarie a situazioni di equilibrio, e viceversa, fra i singoli paesi. L'aggiustamento globale è chiaramente impossibile, mentre non sono impossibili aggiustamenti "a rotazione". Tali variazioni dimostrerebbero la capacità di aggiustamento effettivo di determinati paesi debitori, contribuendo notevolmente al mantenimento della fiducia. E' più probabile che una crisi totale di fiducia derivi da persistenti necessità di finanziamento di singoli debitori piuttosto che dall'ampio fabbisogno globale di un gruppo di paesi. E' questo senza dubbio l'insegnamento fornito dall'esperienza bancaria sul piano interno.

Un altro e più importante presupposto è che i fondi provenienti da fonti ufficiali coprano una più ampia quota del finanziamento delle bilance dei pagamenti. Il Fondo monetario internazionale, che negli ultimi anni è stato "spiazzato" da un mercato del credito bancario internazionale caratterizzato da un predominio dei mutuatari, dovrebbe svolgere un ruolo di maggiore rilievo. Tuttavia, mentre l'attuale situazione di liquidità del FMI è alquanto soddisfacente, si può dubitare che essa rimanga tale negli anni a venire. L'ordine di grandezza del prevedibile disavanzo dei paesi in via di sviluppo è assai considerevole. Quanto prima potrebbe quindi divenire opportuno esplorare le possibilità che il FMI ha di accrescere in modo sostanziale le proprie risorse, raccogliendo fondi direttamente dai paesi eccedentari o sui mercati. Si può ragionevolmente sperare che entrambi i suddetti presupposti possano realizzarsi.

In linea generale si può concludere che, tra i problemi che si pongono ora all'economia mondiale, i più difficili sono quelli derivanti dallo squilibrio sui mercati internazionali dell'energia e dei prodotti primari e dal ritmo "di base" dell'inflazione. La soluzione di questi problemi richiederà, anzitutto, aggiustamenti sia reali che finanziari nelle economie industriali dell'Occidente. Nella misura in cui sarà intrapresa un'azione efficace volta al superamento di tali problemi, le difficoltà che dovessero sorgere sulla scena monetaria e finanziaria internazionale si dimostrerebbero probabilmente meno ardue.

RENE LARRE

Direttore Generale

BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE

AL 31 MARZO 1980

BILANCIO AL

ATTIVO

(Prima e dopo la ripartizione)

	<u>Franchi oro</u>
Oro	5.313.151.938
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	15.504.444
Buoni del Tesoro	156.032.236
Depositi vincolati e anticipazioni	
Fino a 3 mesi	11.017.468.563
Ad oltre 3 mesi	<u>3.469.478.416</u>
	14.486.946.979
Altri titoli	
Fino a 3 mesi	3.634.229.829
Ad oltre 3 mesi	<u>633.722.987</u>
	4.267.952.816
Partite varie	169.827.753
Terreno, immobili ed arredi	1
	<u>24.409.416.167</u>

Nota 1: Il franco oro equivale a gr. 0,29032258... di oro fino - Articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di \$USA 208 per oncia di fino (ossia secondo l'equivalenza 1 franco oro = \$USA 1,94149...); tutte le altre partite in valuta sono state convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

Nota 2: Al 31 marzo 1980 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 164.204.075 franchi oro.

31 MARZO 1980

dell'utile netto dell'esercizio)

PASSIVO

		Prima della ripartizione		Dopo la ripartizione
			Franchi oro	Franchi oro
Capitale				
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna	<u>1.500.000.000</u>			
Emesso: 473.125 azioni	<u>1.182.812.500</u>			
Liberato per il 25%		295.703.125		295.703.125
Riserve				
Fondo di riserva legale	30.070.313			30.070.313
Fondo di riserva generale	383.952.793			397.152.793
Fondo speciale di riserva per i dividendi	16.530.055			17.530.055
Fondo di riserva libero	<u>127.930.236</u>			<u>146.730.236</u>
		558.483.397		<u>591.483.397</u>
Depositi (in oro)				
Banche centrali				
A vista	4.398.619.874			
Fino a 3 mesi	46.569.012			
Ad oltre 3 mesi	8.611.110			
Altri depositanti				
A vista	<u>33.082.685</u>			
		4.486.882.681		4.486.882.681
Depositi (in valute)				
Banche centrali				
A vista	353.147.840			
Fino a 3 mesi	15.665.746.736			
Ad oltre 3 mesi	2.013.061.158			
Altri depositanti				
A vista	13.144.928			
Fino a 3 mesi	325.889.418			
Ad oltre 3 mesi	<u>381.208.518</u>			
		18.752.198.598		18.752.198.598
Partite varie		265.170.988		265.170.988
Conto profitti e perdite		50.977.378		—
Dividendi pagabili il 1° luglio 1980				17.977.378
		<u>24.409.416.167</u>		<u>24.409.416.167</u>

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

A nostro giudizio, il bilancio e il conto profitti e perdite, ivi comprese le note, rispecchiano, sulla base di quanto indicato alla nota 1, in modo veritiero e imparziale la situazione degli affari della Banca al 31 marzo 1980, 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 modo corretto; 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, 28 aprile 1980

PRICE WATERHOUSE & CO.

CONTO PROFITTI E PERDITE per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1980

	Franchi oro
Interessi netti e altri redditi	69.358.154
 meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione	170.421
Direzione e personale	11.683.415
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>5.168.581</u>
	<u>17.022.417</u>
Risultato netto di gestione	52.335.737
più: Proventi netti della vendita dell'immobile della vecchia sede	<u>2.630.695</u>
Avanzo complessivo	54.966.432
 meno: Importo devoluto all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione	<u>3.989.054</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1980	50.977.378
 Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale ordinaria di ripartire l'utile netto, in base all'articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:	
Dividendi pagabili su 473.125 azioni:	
110 franchi svizzeri per azione, quale	
dividendo annuo	14.648.234
25 franchi svizzeri per azione, quale	
assegnazione speciale per il cinquantesimo anniversario	<u>3.329.144</u>
	<u>17.977.378</u>
	33.000.000
 Trasferimento al Fondo di riserva generale	<u>13.200.000</u>
	19.800.000
 Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi	<u>1.000.000</u>
	18.800.000
 Trasferimento al Fondo di riserva libero	<u>18.800.000</u>
	<u>---</u>

VARIAZIONI DEL CAPITALE VERSATO E DELLE RISERVE DELLA BANCA nel corso dell'esercizio finanziario chiuso al 31 marzo 1980

in franchi oro

I. Riduzione del Capitale versato in seguito all'annullamento delle 8.000 azioni dell'emissione di Danzica, in conformità della delibera dell'Assemblea generale straordinaria tenuta l'11 giugno 1979

Consistenza al 1° aprile 1979: 481.125 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna, liberate per il 25%	300.703.125
meno: 8.000 azioni annullate in conformità della delibera dell'Assemblea generale straordinaria tenuta l'11 giugno 1979	<u>5.000.000</u>
Consistenza al 31 marzo 1980 (473.125 azioni)	<u><u>295.703.125</u></u>

II. Rettifiche ai Fondi di riserva in seguito alla variazione, da \$USA 42,22... a \$USA 208 per oncia di fino, del prezzo dell'oro adottato per la conversione in franchi oro delle partite in valuta, e assegnazioni ai fondi medesimi relative all'esercizio finanziario 1979-80

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero
Consistenza al 1° aprile 1979, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1978-79	30.070.313	576.247.193	83.175.781	643.718.200
meno: minusvalenza conseguente all'adozione, dal giugno 1979, della nuova base di conversione in franchi oro delle partite in valuta	—	<u>192.294.400</u>	<u>66.645.726</u>	<u>515.787.964</u>
Consistenza al 30 giugno 1979	30.070.313	383.952.793	16.530.055	127.930.236
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1979-80	—	<u>13.200.000</u>	<u>1.000.000</u>	<u>18.900.000</u>
Consistenza al 31 marzo 1980, come da Bilancio	<u><u>30.070.313</u></u>	<u><u>397.152.793</u></u>	<u><u>17.530.055</u></u>	<u><u>146.730.236</u></u>

III. Il Capitale versato ed i Fondi di riserva al 31 marzo 1980 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

	Capitale versato	Riserve	Totale
Attività nette in			
Oro	295.703.125	368.362.057	662.065.182
Valute	—	<u>225.121.340</u>	<u>225.121.340</u>
	<u><u>295.703.125</u></u>	<u><u>591.483.397</u></u>	<u><u>887.186.522</u></u>

**BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE
PRO FORMA
AL 31 MARZO 1980**

PUBBLICATI A SCOPO DI RAFFRONTO

(VECCHIA BASE DI CONVERSIONE ADOTTATA FINO AL TERMINE
DELL'ESERCIZIO FINANZIARIO 1978-79)

BILANCIO PRO FORMA

ATTIVO

(Vecchia base di conversione; prima della ripartizione dell'avanzo complessivo)

	<u>Franchi oro</u>
Oro	5.313.151.938
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	76.411.634
Buoni del Tesoro	769.445.112
Depositi vincolati e anticipazioni	
Fino a 3 mesi	54.308.352.275
Ad oltre 3 mesi	<u>17.103.213.650</u>
	71.411.565.925
Altri titoli	
Fino a 3 mesi	17.922.279.096
Ad oltre 3 mesi	<u>3.125.004.033</u>
	21.047.283.129
Partite varie	1.482.656.306
Terreno, immobili ed arredi	1
	<u>100.100.514.045</u>

Nota 1: Il franco oro equivale a gr. 0,29032258... di oro fino - Articolo 4 dello Statuto. La conversione in franchi oro delle attività e passività in dollari USA è stata effettuata sulla base di \$USA 42,22... per oncia di fino (ossia secondo l'equivalenza 1 franco oro = \$USA 0,394 1...); tutte le altre partite in valuta sono state convertite sulla base dei tassi di mercato rispetto al dollaro USA.

AL 31 MARZO 1980

dell'esercizio; pubblicato esclusivamente a scopo di raffronto statistico)

PASSIVO

	<u>Franchi oro</u>
Capitale	
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna	<u>1.500.000.000</u>
Emesso: 473.125 azioni	<u>1.182.812.500</u>
Liberato per il 25%	295.703.125
Riserve	
Fondo di riserva legale	30.070.313
Fondo di riserva generale	576.247.193
Fondo speciale di riserva per i dividendi	83.175.781
Fondo di riserva libero	<u>643.718.200</u>
	1.333.211.487
Depositi (in oro)	
Banche centrali	
A vista	4.398.619.874
Fino a 3 mesi	46.569.012
Ad oltre 3 mesi	8.611.110
Altri depositanti	
A vista	<u>33.082.685</u>
	4.486.882.681
Depositi (in valute)	
Banche centrali	
A vista	1.741.480.390
Fino a 3 mesi	77.232.986.713
Ad oltre 3 mesi	9.925.781.346
Altri depositanti	
A vista	64.777.528
Fino a 3 mesi	1.605.936.618
Ad oltre 3 mesi	<u>1.879.843.393</u>
	92.450.805.988
Partite varie	1.263.278.198
Conto profitti e perdite (avanzo complessivo)	270.632.566
	<u><u>100.100.514.045</u></u>

Nota 2: Al 31 marzo 1980 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 164.204.075 franchi oro.

**CONTO PROFITTI E PERDITE
PRO FORMA**
per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1980
(vecchia base di conversione)

	<u>Franchi oro</u>
Interessi netti e altri redditi	341.529.129
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione	839.543
Direzione e personale	57.554.722
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>25.461.751</u>
	<u>83.856.016</u>
Risultato netto di gestione	257.673.113
piú: Proventi netti della vendita dell'immobile della vecchia sede	<u>12.959.453</u>
Avanzo complessivo	<u><u>270.632.566</u></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
Dott. Carlo Azeglio Ciampi, Roma
Bernard Clappier, Parigi
Renaud de la Genière, Parigi
Dott. Fritz Leutwiler, Zurigo
Karl Otto Pöhl, Francoforte
The Rt. Hon. Gordon Richardson, Londra
Dott. Johann Schöllhorn, Kiel
Cecil de Strycker, Bruxelles
Lars Wohlin, Stoccolma

Sostituti

Dott. Leonhard Gleske, Francoforte
Georges Janson, Bruxelles
A.D. Loehnis, Londra, oppure
M. J. Balfour, Londra
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
Jean Vallet	Condirettore