

**BANCA DEI
REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**

CINQUANTUNESIMA RELAZIONE ANNUALE

1° APRILE 1980 – 31 MARZO 1981

BASILEA

15 giugno 1981

INDICE

	Pagina
Introduzione	1
I. Le ripercussioni della seconda crisi del petrolio	3
Il profilo della Relazione (p. 5).	
II. L'inflazione e l'aggiustamento interno	9
La recente evoluzione dei prezzi (p. 9); prezzi internazionali: petrolio ed altre materie prime (p. 12); tassi di cambio e impulsi esterni provenienti dai prezzi (p. 14); inflazione "importata" e inflazione "di origine interna" (p. 16); il processo inflazionistico interno (p. 18); i limiti della politica monetaria e fiscale (p. 22); inflazione e sviluppo: il ruolo attribuito al settore pubblico (p. 25).	
III. La produzione, l'occupazione e il vincolo dell'energia	29
L'andamento della produzione (p. 29); l'andamento del mercato del lavoro (p. 33); la politica fiscale (p. 37); la seconda crisi petrolifera: reazioni e aggiustamenti (p. 43); il settore privato (p. 44); variazioni relative nella domanda interna a seguito delle due crisi petrolifere (p. 48); il settore dell'energia (p. 50); le prospettive di miglioramento (p. 53).	
IV. La politica monetaria e i mercati finanziari	54
I tassi d'interesse (p. 54); gli indicatori dell'indirizzo della politica monetaria (p. 58): i tassi di crescita monetaria (p. 58), l'espansione del credito interno (p. 59), la crescita della quantità di moneta in termini reali (p. 60), i tassi d'interesse reali (p. 62), le limitazioni e il razionamento del credito (p. 63), i tassi di cambio (p. 64), le indicazioni fornite dall'attività economica (p. 64); le posizioni finanziarie del settore privato e i mercati del credito (p. 65): il settore delle imprese (p. 66), il settore delle famiglie (p. 68), il credito bancario al settore privato (p. 69); il finanziamento del settore pubblico (p. 70); i problemi di politica monetaria (p. 73): gli obiettivi fissati per le variabili intermedie e gli andamenti effettivi (p. 73), nuove tecniche di politica monetaria (p. 76), è possibile un migliore dosaggio delle politiche? (p. 80).	
V. Il commercio e i pagamenti internazionali	82
Il commercio internazionale (p. 82); l'evoluzione delle bilance dei pagamenti (p. 84); le bilance dei pagamenti dei paesi sviluppati (p. 87): Stati Uniti (p. 87), Regno Unito (p. 90), Giappone (p. 92), Germania (p. 93), Italia (p. 98), Francia (p. 99), Paesi Bassi (p. 100), Unione economica del Belgio-Lussemburgo (p. 100), Svezia (p. 100), Svizzera (p. 101), Canada (p. 102), paesi sviluppati ad esclusione del Gruppo dei Dieci e della Svizzera (p. 103); l'andamento delle bilance dei pagamenti dei paesi in via di sviluppo non petroliferi (p. 104); le bilance dei pagamenti dei paesi OPEC e l'impiego delle loro eccedenze (p. 104).	

VI. I mercati internazionali del credito e dei capitali	107
Il quadro d'insieme (p. 107); i fattori principali (p. 109); andamento complessivo dei flussi bancari internazionali: fonti e impieghi (p. 112); il ruolo del settore bancario internazionale nel processo di riciclaggio: analisi retrospettiva e previsioni (p. 115); gli sviluppi nei centri bancari europei (p. 120); gli andamenti nelle altre aree (p. 127); i mercati obbligazionari internazionali (p. 128).	
VII. La scena monetaria internazionale	133
L'andamento dei tassi di cambio (p. 133); le variazioni nelle posizioni concorrenziali sul piano internazionale (p. 141); la produzione e il mercato dell'oro (p. 149); le riserve e la liquidità internazionale (p. 153).	
VIII. Le attività della Banca	160
Sviluppo della cooperazione tra banche centrali e organizzazioni internazionali (p. 160); operazioni del Dipartimento bancario (p. 162): passivo (composizione delle risorse) (p. 163), attivo (impiego delle risorse) (p. 167), operazioni a termine in oro (p. 169); ripartizione dell'utile netto (p. 169); la Banca come Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio e come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali (p. 170); la Banca come Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria (p. 171); i cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione (p. 173).	
Conclusioni	175

* *
 *

Bilancio e Conto profitti e perdite al 31 marzo 1981.

ELENCO DELLE TABELLE E DEI GRAFICI

(I grafici sono contrassegnati con un asterisco)

	Pagina
II. L'inflazione e l'aggiustamento interno	
Variazioni dei prezzi al consumo	10
Prezzi dei prodotti primari a mercato mondiale: petrolio e materie prime non petrolifere *	13
Prezzi all'importazione*	15
Incidenza delle componenti "esogena" ed "endogena" sull'inflazione complessiva	17
Costi unitari del lavoro*	19
Retribuzioni orarie e produttività nell'industria di trasformazione	20
Amministrazioni pubbliche: erogazioni e incassi	26
III. La produzione, l'occupazione e il vincolo dell'energia	
Maggiori paesi industriali: dinamica del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti e delle sue componenti	30
Produzione industriale nei due periodi di shock esterno dei prezzi*	31
Altri paesi industriali: dinamica del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti e delle sue componenti	32
Tassi di disoccupazione nei due periodi di shock esterno dei prezzi*	34
Occupazione, disoccupazione e forze di lavoro, 1970-80	36
Andamenti della produttività globale	37
Indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche	39
Quota del reddito da lavoro dipendente sul reddito totale dei fattori interni	44
Quota di risparmio sul reddito disponibile delle famiglie	45
Risparmio finanziario del settore privato: raffronto fra le due crisi petrolifere	46
Consumi e investimenti: raffronto fra 1974-75 e 1979-80	47
Variazioni nelle pressioni relative della domanda interna e saldi dell'interscambio reale con l'estero*	49
Dipendenza dal petrolio nell'area OCSE	51
IV. La politica monetaria e i mercati finanziari	
Tassi d'interesse a breve e a lungo termine*	55
Livelli massimi dei tassi d'interesse	57
Tassi di crescita monetaria	58
Credito bancario e posizione netta sull'estero del sistema bancario	59
Quantità di moneta e prodotto nazionale lordo in termini reali*	61
Tassi d'interesse reali a breve termine*	62
Risorse finanziarie interne e quozienti di bilancio delle società non finanziarie	66
Stati Uniti: fondi raccolti sul mercato del credito dai settori interni non finanziari	67
Stati Uniti: variazioni nella distribuzione del credito bancario	69
Credito bancario alle imprese e ai privati	70
Finanziamento del settore pubblico	71
Debito pubblico, produzione e prezzi	72
Aggregati monetari e creditizi: obiettivi e tassi effettivi di crescita	75

V. Il commercio e i pagamenti internazionali

Commercio internazionale, 1979-80	83
Saldi delle partite correnti, 1978-80	85
Stati Uniti: flussi di capitali con l'estero, 1979-80	89
Germania: flussi di capitali privati con l'estero, 1979-80	96
Paesi sviluppati: bilance dei pagamenti, 1979-80	97
Paesi esportatori di petrolio: impiego delle eccedenze disponibili nei periodi 1974-75 e 1979-80. Stime	105

VI. 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	108
Tassi interbancari a tre mesi sui depositi in eurovalute e differenziali rispetto ai tassi interni*	110
Distribuzione geografica delle posizioni verso l'estero delle banche dell'area dichiarante e di alcune filiali offshore di banche USA	113
Flussi tra le banche dichiaranti alla BRI e gruppi di paesi esterni all'area dichiarante; 1974-80. Stime	116
Struttura per monete dell'euromercato: attività sull'estero in valuta delle banche europee dichiaranti*	121
Attività e passività verso l'estero delle banche dei singoli paesi dichiaranti e di alcune filiali offshore di banche USA	122-123
Composizione per monete delle posizioni in valuta estera delle banche europee dichiaranti	124
Fonti e impieghi dei fondi in eurovalute. Stime	126
Emissioni obbligazionarie internazionali	129
Tassi d'interesse sui depositi in eurovalute, prime rate negli Stati Uniti e rendimenti delle obbligazioni in dollari USA e in DM sui mercati internazionali*	130

VII. La scena monetaria internazionale

Tassi di cambio bilaterali: oscillazioni rispetto al dollaro USA. Indici delle quotazioni a pronti di alcune monete, 1980-81*	134
Tassi di cambio effettivi, 1977-81*	136
Tassi di cambio a pronti nel meccanismo dei tassi di cambio dello SME, 1980-81*	139
Paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera: tassi di cambio effettivi, prezzi e costi relativi, 1977-81*	142-143
Germania e Regno Unito: variazioni nei tassi di cambio a pronti rispetto al dollaro e nei differenziali tra i tassi d'interesse a tre mesi sugli impieghi in moneta nazionale e in dollari USA*	147
Tassi di cambio reali in termini di costi relativi unitari del lavoro per alcuni paesi industriali, 1973-80*	148
Produzione mondiale di oro. Stime	150
Fonti e usi dell'oro. Stime	151
Prezzi di mercato dell'oro in barre espressi in dollari USA e in franchi svizzeri, 1979-81*	152
Variazioni nelle riserve globali, 1978-80	154
Depositi ufficiali identificati presso le banche commerciali al di fuori degli Stati Uniti	158

VIII. Le attività della Banca

Totali di bilancio negli ultimi cinque esercizi finanziari	163
Evoluzione della composizione delle risorse negli ultimi cinque esercizi finanziari	164
Origine delle risorse finanziarie esterne	165
Scadenza e natura delle risorse finanziarie esterne	166
Composizione delle attività a vista e di altri investimenti	167
"Depositi vincolati e anticipazioni" e "Altri titoli", suddivisi per scadenza	168
Prestiti garantiti della CECA	170

CINQUANTUNESIMA RELAZIONE ANNUALE

presentata

ALL'ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA

della

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

tenuta in

Basilea il 15 giugno 1981

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la cinquantunesima Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario iniziato il 1° aprile 1980 e terminato il 31 marzo 1981.

Dopo il trasferimento di franchi oro 1.057.331 all' "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione", l'utile netto dell'esercizio finanziario ammonta a franchi oro 67.004.609 a fronte di franchi oro 50.977.378 del precedente esercizio, compresi i proventi netti per 2.630.695 franchi oro ottenuti dalla vendita dell'immobile della vecchia sede della Banca.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 17.004.609 al pagamento di un dividendo di 135 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 20.000.000 al Fondo di riserva generale, franchi oro 2.000.000 al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 28.000.000 al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 1980-81 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 1981.

I. LE RIPERCUSSIONI DELLA SECONDA CRISI DEL PETROLIO.

Da oltre due anni ormai l'economia mondiale sta lottando per correggere i nuovi squilibri provocati dalla seconda crisi del petrolio: l'accelerazione dell'inflazione e il ristagno della produzione sul fronte interno e gli ampi disequilibri delle bilance dei pagamenti sul piano internazionale. Con il passare del tempo tendono ad accentuarsi gli elementi di contrasto rispetto agli sviluppi successivi alla prima crisi petrolifera, mentre si fanno più tenui le analogie. Le terapie per la soluzione di vecchi problemi, applicate oggi con più rigore, ne stanno creando dei nuovi. I risultati finora conseguiti sono discordanti, e sarebbe esagerato sostenere che nel complesso gli andamenti degli ultimi dodici mesi circa si siano orientati nella giusta direzione. Ma sarebbe altresì errato non riconoscere che perlomeno in due aree fondamentali — l'inflazione e il risparmio di petrolio — alcuni paesi sviluppati del mondo industrializzato stanno reagendo al secondo shock petrolifero più positivamente che al primo. Sotto questo profilo la storia non si è ripetuta. Tuttavia, così come nel 1974-75, il finanziamento dei disavanzi esterni è risultato meno difficile di quanto si temesse, sebbene la configurazione delle bilance dei pagamenti, che finora ha facilitato il processo di riciclaggio, abbia in pari tempo creato problemi in altri campi, provocando bruschi movimenti dei tassi di cambio e dando origine in taluni paesi a tassi d'interesse reali eccessivamente alti.

Tre fattori sembrano essere alla base di questi sviluppi; fattori che, essendo in contrasto con quanto avvenuto sei anni fa, meritano di essere menzionati già nelle prime pagine di questa Relazione.

Anzitutto, un importante mutamento è intervenuto nell'atteggiamento delle autorità nei confronti dell'inflazione. Invero, la lotta all'inflazione rientrava già da molto tempo tra gli obiettivi di politica economica, ma in molti casi alle dichiarazioni di intenti non era seguita un'azione corrispondente. Inoltre, dopo la prima crisi del petrolio alcuni paesi optarono deliberatamente per politiche di stimolo della domanda nella convinzione che vi fosse interscambiabilità tra inflazione e disoccupazione. E' ora ampiamente riconosciuto che, se si escludono gli effetti di periodo relativamente breve, un calo del tasso di disoccupazione non può essere assicurato a prezzo di una più alta inflazione. Per converso, a più lungo termine, una crescita sostenuta della produzione, e quindi dell'occupazione, è possibile solo a condizione che il processo inflazionistico sia posto sotto controllo. Pertanto, la lotta all'inflazione è gradualmente diventata un obiettivo dichiarato di politica economica di assoluta priorità, e in molti paesi sono state infatti adottate politiche antinflazionistiche che fanno soprattutto perno sulla gestione della moneta.

Questo mutato orientamento delle politiche, l'importanza del ruolo attribuito all'azione monetaria e la sperimentazione di nuove tecniche di gestione della moneta, corollario inevitabile del più rigoroso impiego della politica monetaria, hanno creato problemi specifici che verranno esaminati più da vicino nelle Conclusioni. Inizialmente, però, essi hanno anche dato qualche modesto risultato positivo. L'effetto inflazionistico del maggior costo del petrolio non si è propagato

attraverso le economie con la stessa intensità di sei anni orsono; e aspetto ancor più importante, le retribuzioni nominali e reali sono aumentate rispetto ad allora a un ritmo più moderato, con il risultato che in diversi paesi sia i profitti delle imprese sia gli investimenti fissi, pur accusando senz'altro una flessione, hanno retto meglio che all'indomani della prima crisi del petrolio. Malauguratamente questi sviluppi non valgono per la generalità dei paesi e anche là dove essi sono presenti potrebbero dimostrarsi effimeri. Tuttavia, essi fanno sperare nella possibilità che le politiche antinflazionistiche operino anche senza passare attraverso l'apprezzamento esterno della moneta — una rotta questa che ovviamente non tutti i paesi industriali possono seguire contemporaneamente.

Il secondo fattore significativo è che sia i consumatori di petrolio — famiglie e imprese — sia i governi dei paesi importatori di greggio sono ormai consapevoli che il più elevato costo reale dell'energia, e del petrolio in particolare, è destinato a permanere. Nonostante una certa distensione recente nelle condizioni dell'offerta, sussistono timori di nuovi incrementi di prezzo in termini reali o di gravi perturbazioni nelle forniture, timori questi che a distanza di due anni dalla prima crisi del petrolio non erano certo diffusi. Non è difficile individuare le cause di questo mutamento nelle aspettative. Il recente rincaro del petrolio costituisce ormai la seconda esperienza del genere; esso è partito da una base molto più alta; pur risultando finora dello stesso ordine di grandezza di quello precedente in termini reali assoluti, la sua distribuzione temporale è stata diversa in quanto esso ha avuto luogo in modo più graduale; inoltre questa volta il rincaro ha inciso in maniera più diretta sui consumatori finali, essendosi trasmesso più rapidamente attraverso il sistema. Infine, gli eventi in Iran ed il successivo conflitto tra questo paese e l'Iraq hanno posto in evidenza la vulnerabilità degli approvvigionamenti.

Così come il fatto che l'indirizzo più conservatore assunto dalle politiche monetarie crea nuovi problemi nel momento stesso in cui inizia a risolverne dei vecchi, la constatazione che il prezzo elevato del petrolio — e a fortiori il suo rincaro — potrebbe essere un fenomeno duraturo, non può non dar luogo a una certa inquietudine. Qualora questo fenomeno si rivelasse davvero permanente, i problemi di aggiustamento diverrebbero estremamente ardui sia sul piano interno sia su quello internazionale, e vi sono buone ragioni per temere che essi possano esercitare un prolungato e pesante effetto depressivo sull'attività economica. Queste aspettative pessimistiche hanno se non altro il vantaggio di indurre all'azione. I governi hanno avviato un'attiva politica di aggiustamento reale incentivando la produzione interna di greggio o la sostituzione del petrolio con fonti alternative di energia. Le imprese stanno attivamente cercando di realizzare economie sia nel consumo globale di energia, sia specificatamente nell'impiego di petrolio; una condotta analoga si riscontra nel settore delle famiglie. Il risultato è che il calo del consumo di petrolio per unità di prodotto nazionale lordo si è accelerato. Anche in questo caso i progressi non riguardano tutti i paesi e non sono ancora sufficientemente rapidi; per giunta è incerto fino a che punto potranno procedere. Ma, quanto meno, il processo è in atto.

Il terzo elemento che merita di essere messo in rilievo era già stato menzionato nella Relazione dello scorso anno. Si tratta del fatto che una parte inaspettatamente ampia dell'enorme disavanzo petrolifero globale si è finora concentrata su un gruppo di paesi industriali relativamente ricchi e, tra questi, sulle economie meno inflazionistiche. Prescindendo dall'interessante problema di analisi economica

concernente le cause del fenomeno, questa configurazione delle bilance dei pagamenti ha indubbiamente facilitato il riciclo delle eccedenze petrolifere, in quanto la maggior parte dei paesi in questione ha potuto indebitarsi sui mercati internazionali con relativa facilità, e in quanto alcuni di essi disponevano di ingenti riserve sull'estero cui attingere.

Al tempo stesso questo nuovo assetto dei saldi con l'estero, unitamente all'indirizzo più conservatore della politica monetaria statunitense e all'adozione da parte della Federal Reserve di nuove tecniche operative, ha creato una serie di nuovi problemi. Esso ha provocato ampi movimenti dei tassi di cambio di tipo completamente opposto rispetto a quei circoli "viziosi" e "virtuosi" che tanti problemi avevano creato negli ultimi anni settanta: questa volta sono state le monete dei paesi meno inflazionistici a deprezzarsi, mentre quelle di paesi a più alto tasso d'inflazione si sono rafforzate.

Sotto un certo punto di vista questa evoluzione rappresenta un fatto positivo: non era affatto auspicabile il ripetersi degli andamenti divergenti dei tassi d'inflazione e dei tassi di cambio che dopo la prima crisi del petrolio avevano diviso i paesi industriali dell'Occidente in due gruppi nettamente contrapposti. Si potrebbe anche sostenere che in parte i recenti movimenti dei tassi di cambio abbiano semplicemente teso a correggere gli apprezzamenti e i deprezzamenti eccessivi prodotti appunto dalla "iperreazione" dei tassi di cambio negli ultimi anni settanta. Ma vi è indubbiamente anche il rovescio della medaglia. Da un lato, i tassi di cambio al di fuori del Sistema monetario europeo sono diventati esageratamente instabili. Dall'altro, nei primi mesi del 1981 taluni movimenti dei cambi — in particolare il deterioramento del tasso di cambio effettivo del marco — hanno assunto dimensioni chiaramente eccessive e conseguentemente alcuni paesi a bassa inflazione sono stati costretti ad accettare tassi d'interesse reali eccezionalmente alti. Ciò è avvenuto in quanto la loro politica dei tassi d'interesse ha dovuto essere adattata all'esigenza di contenere il deprezzamento esterno della moneta e di preservare l'equilibrio globale dei conti con l'estero in un momento in cui, per ragioni di equilibrio interno, i paesi a più alta inflazione — e in primo luogo gli Stati Uniti — stavano perseguendo una politica monetaria che implicava alti tassi d'interesse. Tutti i maggiori paesi avevano dunque validi motivi per mantenere elevato il livello dei tassi d'interesse: alcuni di essi per il fatto che la propria strategia antinflazionistica inevitabilmente comportava alti tassi d'interesse; altri perché desideravano evitare una recrudescenza dell'inflazione provocata dal deprezzamento delle rispettive monete; altri ancora, semplicemente per la necessità di finanziare il proprio disavanzo esterno. Il problema è stato acuito dalla variabilità dei tassi d'interesse conseguente alle nuove tecniche di controllo monetario introdotte dagli Stati Uniti nell'ottobre 1979.

Il profilo della Relazione.

Il Capitolo II analizza la recrudescenza dell'inflazione nel 1979-80 e la sua connessione con il secondo shock petrolifero. Esso raffronta questa situazione con l'esperienza inflazionistica del 1974-75 nell'intento di rispondere a due quesiti.

Il primo concerne l'incidenza relativa dei fattori esogeni (connessi alle ragioni di scambio) ed endogeni sull'accelerazione nell'aumento dei prezzi seguita alle due

crisi del petrolio. La risposta è abbastanza chiara: mentre nel 1974-75 l'inflazione di origine interna aveva svolto ovunque un ruolo predominante, il suo contributo all'aumento dei prezzi è ora diminuito in molti paesi - e in alcuni di essi in modo assai marcato - sia in rapporto all'incidenza del deterioramento delle ragioni di scambio, sia rispetto alle pressioni inflazionistiche interne osservate nel 1974-75. Il mutamento è stato particolarmente spettacolare in Giappone, mentre i risultati ottenuti negli Stati Uniti, in Canada e in Italia sono relativamente deludenti.

Il secondo quesito comporta il tentativo di appurare, al di là dell'andamento degli indici generali dei prezzi, l'entità e la natura dell'aggiustamento interno al recente rincaro del petrolio, cioè le variazioni intervenute nella distribuzione del reddito tra il settore delle famiglie e quello delle imprese. Pare, almeno fino ad epoca recente, che i lavoratori dipendenti abbiano in generale accettato di sopportare l'onere derivante dal peggioramento delle ragioni di scambio in misura relativamente maggiore che nel 1974-75. Di conseguenza i profitti non hanno subito la stessa contrazione, tranne che nel Regno Unito, ed il settore delle imprese si trova oggi in una posizione più favorevole di allora per sostenere la propria attività d'investimento.

Il Capitolo III verte sulle reazioni dell'economia reale alla seconda crisi petrolifera in termini di produzione, spesa, occupazione e risparmio di petrolio, concludendo con un'analisi dei vincoli che la situazione energetica tuttora impone alle prospettive di una nuova espansione economica e di un più alto livello di occupazione. Il quadro che emerge è composito. Da un lato, nella maggior parte dei paesi il settore delle imprese e quello delle famiglie hanno mostrato un comportamento più stabile che nel 1974-75: gli investimenti fissi hanno continuato ad essere relativamente sostenuti e le quote di risparmio non sono aumentate in maniera abnorme. Pertanto, la recessione è stata finora meno severa, fatta ancora eccezione per il Regno Unito. Al tempo stesso gli aggiustamenti relativi della domanda interna sono stati meno disparati di quelli successivi al primo rincaro del petrolio, cosicché l'assetto degli squilibri esterni fra i paesi industriali è risultato meno gravoso.

D'altra parte, nonostante il manifestarsi di una sana tendenza verso un più razionale impiego dell'energia, e in particolare verso un maggiore risparmio di petrolio, questo importantissimo aggiustamento "reale" si è più o meno limitato ad arrestare il rapido aumento della dipendenza dei paesi industriali dall'importazione di petrolio. Pertanto, la loro vulnerabilità rispetto agli shock esterni - aumenti di prezzo o riduzioni dell'offerta - continua a essere grande; inoltre, fintantoché i paesi OPEC con bassa capacità d'importazione non saranno in grado di reimpiegare i loro crescenti introiti nell'acquisto di beni all'estero, il disavanzo petrolifero globale è destinato a permanere ampio. In tale situazione, le prospettive di un rapido ritorno a un più accelerato ritmo di crescita e di uno spontaneo calo della disoccupazione permangono assai dubbie.

Il Capitolo IV, dedicato alla politica monetaria e ai mercati finanziari nazionali, pone in luce diversi importanti sviluppi. In primo luogo il generale, ed in alcuni casi prevalente ricorso alla politica monetaria per combattere l'inflazione. Ciò ha comportato tassi d'interesse nominali storicamente alti e, in netto contrasto con quanto avvenne nel 1974-75, la comparsa di tassi d'interesse positivi in termini reali.

Sotto l'impatto della nuova configurazione degli squilibri esterni, i tassi d'interesse reali hanno raggiunto livelli assai elevati in Germania e nei paesi del Benelux. Sebbene i tassi d'interesse reali positivi debbano essere senz'altro considerati come una componente essenziale della strategia antinflazionistica, nondimeno il loro elevato livello può anche evidenziare un errato dosaggio delle politiche, cioè l'accollo di un eccessivo onere alla politica monetaria in presenza di persistenti e, in alcuni casi, elevatissimi disavanzi del settore pubblico.

Il secondo importante aspetto è la notevole innovazione delle tecniche di controllo monetario, in particolare negli Stati Uniti, ma anche, sebbene in misura più modesta, in alcuni altri paesi. Questa sperimentazione di nuove tecniche ha prodotto sul mercato statunitense forti oscillazioni (e instabilità nel breve periodo) dei tassi d'interesse, che si sono trasmesse agli altri paesi industriali, anche se Regno Unito e Giappone sono stati protetti da questi influssi grazie alla solidità delle rispettive monete.

In terzo luogo, in molti paesi la struttura dei tassi d'interesse è stata caratterizzata da un'inversione eccezionalmente duratura delle curve dei rendimenti. Quali che siano le ragioni di questo assetto dei rendimenti — le previsioni di un'attenuazione dell'inflazione o una stretta di liquidità inaspettatamente persistente — esso potrebbe creare gravi problemi agli intermediari finanziari la cui normale attività consiste nella trasformazione delle scadenze.

Il Capitolo V, che tratta degli scambi e dei pagamenti internazionali, segue la traccia dei precedenti, raffrontando gli andamenti recenti con quelli del 1974-75. Esso individua un'importante differenza tra questi due episodi nel fatto che il secondo shock petrolifero ha avuto sulle bilance delle partite correnti dei paesi del Gruppo dei Dieci un impatto negativo molto più marcato del primo, e rileva un secondo elemento di contrasto nella distribuzione totalmente diversa dei disavanzi esterni nell'ambito dei paesi del Gruppo dei Dieci, Svizzera compresa, in quanto un onere di gran lunga maggiore è ricaduto sui paesi a più bassa inflazione.

Il capitolo pone in evidenza il fatto che, nonostante il forte squilibrio petrolifero globale, finora i disavanzi delle bilance dei pagamenti dei paesi importatori di petrolio sono stati nel complesso finanziati senza eccessive difficoltà. Le ragioni di ciò vengono individuate nella distribuzione geografica dello squilibrio petrolifero dianzi accennata, nel fatto che il deficit con l'estero dei paesi in via di sviluppo non petroliferi (espresso in rapporto ai proventi delle esportazioni di questo gruppo) è stato inferiore a quello del 1974-75, e infine nella permanenza di livelli relativamente alti di liquidità nel mercato bancario internazionale.

Il Capitolo VI offre la consueta disamina dei mercati internazionali del credito. I tradizionali timori concernenti l'attività bancaria internazionale in generale, e l'euromercato in particolare — ossia che la loro espansione possa alimentare l'inflazione mondiale o condurre ad una crescita eccessivamente rapida della liquidità internazionale, e che essi possano fungere da tramite per speculazioni valutarie o perturbare l'ordinata conduzione delle politiche monetarie interne — sono stati messi in ombra dal ruolo essenziale svolto dal sistema bancario internazionale nel finanziamento dei forti squilibri dei pagamenti provocati dal secondo rincaro del petrolio. Il capitolo presenta alcune statistiche finora inedite sul ruolo delle banche nel riciclo delle eccedenze petrolifere e valuta i problemi posti dalla durevole partecipazione delle banche al finanziamento su larga scala delle bilance dei pagamenti.

Il tema centrale dibattuto nel Capitolo VII, che passa in rassegna la scena monetaria internazionale, è l'insolita evoluzione dei tassi di cambio negli ultimi due anni, ossia le forti oscillazioni nel corso del dollaro USA, dello yen e del marco tedesco, e il notevole apprezzamento registrato dalla sterlina. Solo il Sistema monetario europeo ha assicurato una certa stabilità alle monete dei paesi partecipanti, almeno fino alla svalutazione della lira alla fine di marzo del 1981; tuttavia anche nell'ambito dello SME non si sono potute evitare fluttuazioni relativamente ampie nei tassi di cambio effettivi.

Questa dinamica dei tassi di cambio solleva alcuni interessanti quesiti cui si tenta di rispondere nel corso dello stesso capitolo. E' vero che in molti casi i tassi di cambio si sono mossi in disarmonia con l'andamento dei costi e prezzi interni? In che misura le posizioni competitive sono state influenzate da questi movimenti? Che insegnamento si può trarre da queste esperienze al fine di una migliore comprensione dell'incidenza relativa dei vari fattori che determinano i movimenti dei tassi di cambio? E infine, vi sono segni di una nuova "iperreazione" dei tassi di cambio, anche se questa volta nella direzione opposta?

II. L'INFLAZIONE E L'AGGIUSTAMENTO INTERNO.

Nel corso degli ultimi due anni l'economia mondiale si è trovata nella morsa di una nuova recrudescenza dell'inflazione. Ancora una volta, come già nel 1973-75, un brusco rincaro del petrolio, associatosi ad un aumento nei prezzi delle materie prime non petrolifere indotto dalla domanda, ha impartito un forte impulso al processo inflazionistico in tutti i paesi industriali. Tuttavia, data la diversa configurazione dei movimenti dei tassi di cambio rispetto ai primi anni settanta, nella più recente ondata inflazionistica l'impatto dello shock esterno in termini di prezzi si è distribuito in modo differente. Inoltre, sebbene la gravità in termini economici del rincaro dell'energia intervenuto dai primi mesi del 1979 sia paragonabile a quella della crisi petrolifera del 1973-74, l'aumento di prezzo del greggio e delle materie prime non petrolifere è stato più graduale, e le reazioni sul piano della politica economica sono state più risolutamente antinflazionistiche. Di conseguenza, l'evoluzione dei prezzi nei vari paesi è stata meno difforme che in occasione della prima crisi petrolifera. Di recente in alcuni paesi sono emersi i segni di un incipiente rallentamento del processo inflazionistico, senza contare la straordinaria riduzione già conseguita nel Regno Unito; tuttavia, i tassi d'inflazione permangono quasi ovunque a livelli inaccettabili.

Il presente capitolo intende esaminare le implicazioni di questi sviluppi, ponendo a raffronto i bienni 1979-80 e 1974-75. A grandi linee l'analisi si concentra su due quesiti. Il primo concerne l'incidenza relativa dei fattori esogeni ed endogeni di inflazione e le loro interrelazioni. In altre parole, qual è stata l'entità dello shock esterno e in quale misura i vari paesi sono riusciti a contenerne gli effetti unitamente a quelli derivanti dalle cause interne di inflazione? Il secondo quesito implica il tentativo di appurare, al di là degli aggiustamenti globali dei prezzi, in quale misura i singoli paesi siano stati in grado, nel periodo susseguente al secondo shock petrolifero, di assorbire meglio la connessa perdita di reddito reale, ossia se è stato possibile realizzare una migliore trasmissione degli impulsi di prezzo provenienti dall'estero, evitando al tempo stesso un forte contraccolpo sulla redditività, sull'investimento e quindi sulle future prospettive di crescita economica e di occupazione.

La recente evoluzione dei prezzi.

L'accelerazione dell'inflazione dei prezzi al consumo negli ultimi anni settanta è proceduta parallelamente alla nuova fase espansiva dell'attività economica. Negli Stati Uniti e in Canada, dove la ripresa aveva preso avvio con un certo anticipo, l'aumento dei prezzi iniziò ad accelerarsi fin dai primi mesi del 1977. In altri paesi l'inflazione aveva continuato mediamente a perdere di slancio fino alla prima parte del 1978, benché in alcuni di essi i prezzi avessero ripreso a salire più velocemente già nel secondo semestre del 1977 con il rafforzarsi dell'attività economica. Successivamente, in presenza di un rincaro delle materie prime e di forti e irregolari incrementi nei prezzi del petrolio, l'inflazione avanzò decisamente in tutti i paesi nel corso del 1979 e nella prima parte del 1980. Nel secondo semestre del 1980 e nei

primi mesi del 1981 vi sono stati segni di rallentamento in un certo numero di paesi. In altri, tuttavia, vi sono ben poche indicazioni di cedimento degli elevati tassi d'inflazione.

Nella primavera del 1981 la dispersione dei tassi d'inflazione dei vari paesi permaneva alquanto forte, benché inferiore a quella di cinque anni prima, come si può osservare nella tabella. I valori piú bassi, compresi fra il 5,5 e il 7,5%, erano quelli rilevati in Giappone, nella Repubblica federale tedesca e nelle economie strettamente collegate a quest'ultima sul piano commerciale e finanziario, ossia Benelux, Austria e Svizzera. Nella fascia 10,0-14,5% rientravano Stati Uniti, Canada, Regno Unito, Spagna e i paesi scandinavi. Al limite superiore, infine, il tasso d'inflazione ha continuato a muoversi intorno al 20% in Italia e si è mantenuto al disopra del 25% in Grecia.

Variazioni dei prezzi al consumo.

Paesi	Variazioni su periodi di dodici mesi terminanti nel									
	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980		1981
	dic.	dic.	dic.	dic.	dic.	dic.	dic.	giugno	dic.	ultimo mese
	in percentuale									
Stati Uniti	8,8	12,2	7,0	4,8	6,8	9,0	13,3	14,3	12,4	10,0 ²
Giappone	19,0	22,0	7,7	10,4	4,8	3,5	5,8	8,4	7,1	6,2 ¹
Regno Unito	10,6	19,2	24,9	15,1	12,1	8,4	17,2	21,0	15,1	12,0 ²
Italia	12,3	25,3	11,1	21,8	14,9	11,9	19,8	20,7	21,1	19,9 ²
Canada	9,1	12,5	9,5	5,8	9,5	8,4	9,8	10,1	11,2	12,6 ²
Francia	8,5	15,2	9,6	9,9	9,0	9,7	11,8	13,5	13,6	12,5 ¹
Svezia	7,5	11,6	8,9	9,6	12,7	7,4	9,8	13,1	14,1	12,9 ²
Germania	7,8	5,8	5,4	3,7	3,5	2,5	5,4	6,0	5,5	5,6 ²
Svizzera	11,9	7,6	3,4	1,3	1,1	0,7	5,1	3,3	4,4	5,6 ²
Belgio	7,3	15,7	11,0	7,6	6,3	3,9	5,1	6,2	7,5	7,4 ²
Paesi Bassi	8,2	10,9	9,1	8,5	5,2	3,9	4,8	6,6	6,7	6,2 ²
Austria	7,8	9,7	6,7	7,2	4,2	3,7	4,7	7,1	6,7	7,4 ²
Danimarca	12,6	15,5	4,3	13,1	12,2	7,1	11,8	13,3	10,9	11,3 ¹
Finlandia	14,1	16,9	18,1	12,3	11,9	6,5	8,6	11,2	13,8	13,1 ¹
Grecia	30,7	13,5	15,7	11,7	12,8	11,5	24,8	26,2	26,2	24,3 ²
Norvegia	7,6	10,5	11,0	8,0	9,1	8,1	4,7	10,8	13,7	14,6 ²
Irlanda	12,6	20,0	16,8	20,6	10,8	7,9	16,0	20,2	18,2	21,0 ³
Spagna	14,3	17,9	14,1	19,8	26,4	16,6	15,5	15,9	15,1	13,8 ³

¹ Marzo. ² Aprile. ³ Febbraio.

Se la si giudica puramente in termini di andamento degli indici complessivi dei prezzi al consumo, nel 1979 e nel 1980 l'inflazione è stata leggermente piú contenuta che nei due anni successivi al primo forte rincaro petrolifero. I prezzi al consumo nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera sono saliti complessivamente, su base non ponderata, di circa il 24% nel primo periodo e di circa il 20,5% nel secondo. Anche il profilo temporale della crescita dei prezzi è stato diverso. Nel primo periodo i prezzi ebbero una fortissima impennata nei dodici mesi circa successivi allo shock, mentre nel biennio 1979-80 l'accelerazione è stata piú graduale e protratta.

Benché il secondo shock esterno dei prezzi sia stato a grandi linee analogo a quello precedente, gli sviluppi nei singoli paesi si sono differenziati sotto vari

aspetti. Al riguardo si possono individuare alcuni gruppi omogenei. In un primo gruppo — comprendente Stati Uniti, Canada, Francia, Norvegia e Svezia — i tassi d'inflazione all'inizio dei due shock dei prezzi (rispettivamente fine 1973 e fine 1978) si trovano pressoché allo stesso livello, ossia fra il 7,5 e il 9,5%. Tuttavia, mentre a distanza di due anni dalla prima ondata di rincari i tassi d'inflazione erano ridiscesi quasi al punto di partenza (7,0–11,0%), nell'arco del corrispondente periodo del secondo episodio essi si sono portati a livelli sensibilmente più elevati (11,0–14,0%). Un secondo gruppo — comprendente Regno Unito, Italia e Spagna — è parimenti entrato in ambedue i periodi critici con un tasso d'inflazione pressoché uguale, benché a livelli più alti di quelli del primo gruppo. Ma, mentre nel Regno Unito l'inflazione si è accresciuta nel secondo periodo in misura sensibilmente inferiore al primo, nel caso dell'Italia è avvenuto esattamente il contrario.

All'inizio della seconda crisi petrolifera molti paesi avevano un tasso d'inflazione decisamente più basso che alla vigilia della prima. Nel gruppo comprendente Giappone, Germania, Benelux, Austria e Svizzera le vigorose politiche antinflazionistiche messe in atto avevano quasi dimezzato i tassi d'inflazione tra il 1973 (7,0–19,0%) ed il 1975 (3,5–11,0%). Tuttavia, nel corso del secondo periodo critico la gamma di tassi d'inflazione di questi paesi si è spostata dallo 0,5–4,0% del 1978 al 4,5–7,5% della fine del 1980. Anche in un altro gruppo — comprendente Danimarca, Finlandia, Grecia e Irlanda — si può osservare la stessa accelerazione dell'inflazione nel raffronto fra i due periodi, sebbene a partire da una base in media notevolmente più elevata.

Tali difformità, sia tra i vari paesi, sia fra i due periodi critici considerati, sono spiegabili anche in base ad alcuni fattori che saranno trattati più innanzi, come le differenze nel profilo temporale dei rincari, nell'andamento relativo dei tassi di cambio e nell'intensità delle politiche antinflazionistiche. Fin d'ora si possono tuttavia evidenziare taluni fattori che hanno esercitato un impatto più diretto sulla dinamica dei prezzi. Uno di questi è che nel secondo periodo in esame pare essersi consentito agli aumenti dei prezzi di trasmettersi più rapidamente di quanto avvenne in occasione della prima crisi petrolifera. Dopo il primo shock molti paesi avevano seguito politiche miranti a reprimere oppure a differire parte delle sue conseguenze inflazionistiche. Durante il secondo episodio la maggior parte dei paesi ha lasciato che i prezzi interni si adeguassero ai rincari al fine di ridurre la dipendenza energetica. Negli Stati Uniti la nuova Amministrazione ha abolito i restanti controlli sul prezzo del petrolio di produzione interna; nel Belgio sono state introdotte speciali tasse sul consumo di energia; in Francia e in Italia sono state decisamente aumentate le tariffe dei servizi pubblici. Per contro, in Canada talune considerazioni connesse alla redistribuzione regionale del reddito hanno indotto a mantenere la regolamentazione dei prezzi sulla produzione interna di energia.

In alcuni paesi gli indici dei prezzi al consumo sono stati influenzati in modo significativo anche da modifiche apportate ai prezzi amministrati e all'imposta sul valore aggiunto. Nel Regno Unito, ad esempio, si è stimato che l'aumento dell'IVA nel giugno 1979 abbia accresciuto di circa tre punti percentuali l'indice dei prezzi al consumo, e un ulteriore inasprimento della tassazione indiretta contenuta nel bilancio di previsione del marzo 1980 ha comportato un incremento addizionale di due punti. Anche in Svezia le aliquote dell'IVA sono state fortemente aumentate nel 1980. Per quanto riguarda i prezzi amministrati, nel Regno Unito le preoccupazioni

circa la situazione finanziaria delle imprese del settore pubblico e delle amministrazioni comunali hanno indotto ad applicare consistenti maggiorazioni alle tariffe pubbliche. Nel corso dei due ultimi anni sono stati sensibilmente aumentati i canoni di affitto delle abitazioni di proprietà delle amministrazioni locali, che nel Regno Unito costituiscono una notevole parte del patrimonio di abitazioni date in locazione. In Italia il regime del blocco dei fitti è stato sostituito con un sistema indicizzato che ha condotto a forti aumenti dei canoni durante il periodo del secondo rincaro del petrolio. Negli Stati Uniti la liberalizzazione del mercato finanziario ha contribuito a determinare forti incrementi dei tassi ipotecari, i quali si stima abbiano innalzato di 1,5 punti percentuali gli indici dei prezzi al consumo sia nel 1979 che nel 1980.

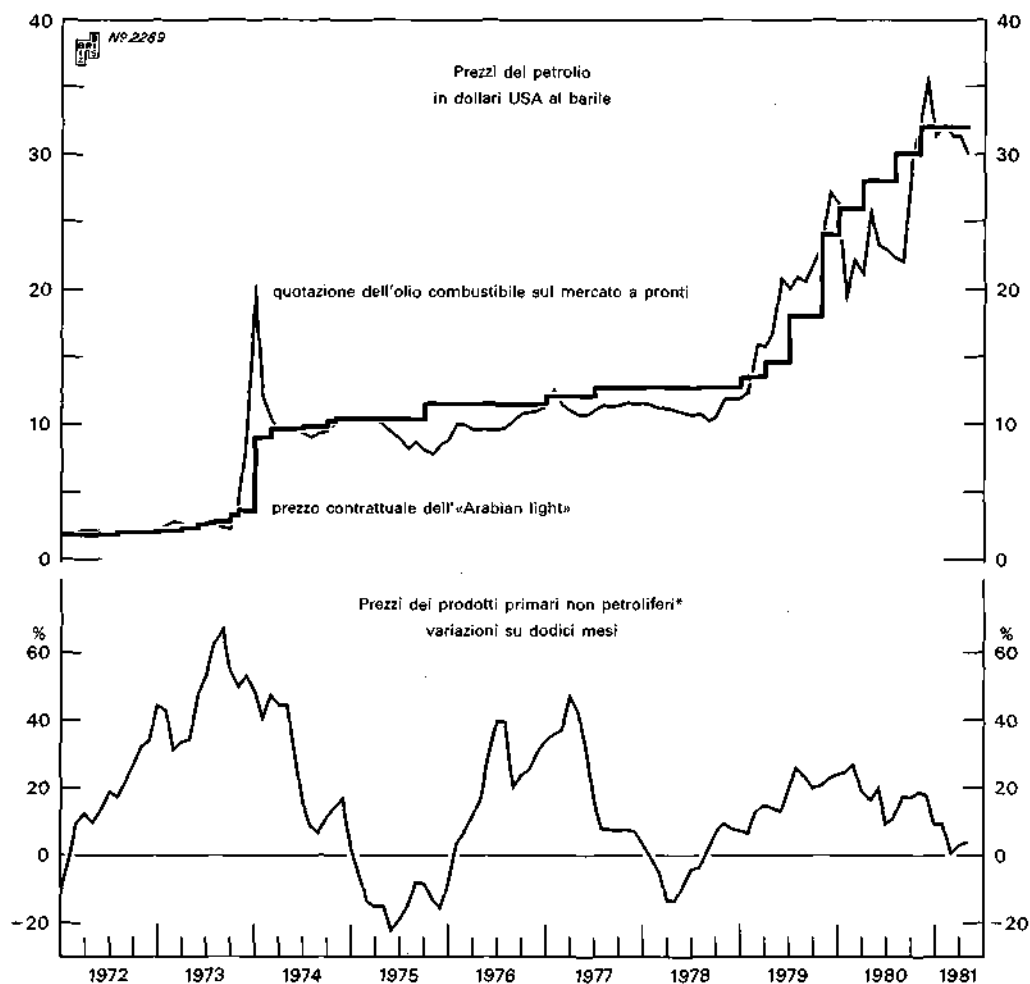
A parte i prezzi dell'energia e i canoni d'affitto, nel 1979-80 altre componenti dell'indice dei prezzi al consumo — derrate alimentari, servizi e prodotti primari non energetici — paiono essere aumentate in misura più contenuta che in seguito al primo shock petrolifero. In parte ciò riflette la situazione di minore sostenutezza dei mercati internazionali dei prodotti primari e dei mercati interni del lavoro nel secondo periodo critico.

Prezzi internazionali: petrolio ed altre materie prime.

In larga misura l'aggravarsi dell'inflazione al volgere del decennio è stato strettamente connesso all'evoluzione dei prezzi sui mercati mondiali delle materie prime. Questi hanno subito una forte accelerazione tra la seconda parte del 1978 ed i primi mesi del 1980 con il rafforzarsi della domanda globale. Benché sia stato posto in secondo piano dall'aumento più che doppio del prezzo del petrolio, il rincaro degli altri prodotti primari ad uso industriale e delle derrate alimentari, misurato dall'indicatore "Economist" espresso in DSP, è stato di ben il 44% nel periodo dal luglio 1978 al febbraio 1980. Successivamente, allorché negli Stati Uniti l'attività economica ha subito una forte contrazione e la recessione ha preso avvio in diversi altri paesi, i prezzi delle materie prime industriali — nel settore sia dei metalli sia delle fibre tessili — hanno segnato una flessione, per poi riprendere quota verso la fine dell'estate. Dal canto loro, i prezzi delle derrate alimentari hanno contribuito a determinare nell'arco dell'anno un aumento dell'indice generale dei prodotti primari, poiché i cattivi raccolti in diverse aree hanno causato una contrazione delle scorte. E' tuttavia opportuno rilevare che il rincaro dei prodotti alimentari è in gran parte il riflesso di un fortissimo aumento del prezzo dello zucchero. Nel complesso l'indice generale, dopo il massimo raggiunto nel novembre 1980, è nuovamente ridisceso nei mesi successivi, e nell'aprile 1981 la flessione ammontava a circa il 7%.

Anche sui mercati mondiali del petrolio le tensioni si sono allentate nell'ultima parte del 1980 con la diminuzione del consumo petrolifero nei paesi industriali. In parte di riflesso a una deliberata contrazione delle forniture, la produzione dei paesi dell'OPEC è scesa recentemente al livello minimo degli ultimi dieci anni. La possibilità di ulteriori aggiustamenti di questo tipo, unitamente alle incertezze politiche in alcuni paesi esportatori di petrolio e alla continuazione del conflitto irano-iracheno, pone seri interrogativi circa l'adeguatezza e la continuità in futuro delle forniture petrolifere mondiali.

Prezzi dei prodotti primari a mercato mondiale :
petrolio e materie prime non petrolifere.



*Indicatore "Economist" espresso in DSP.

Sono riscontrabili parecchie analogie tra l'impennata dei corsi dei prodotti primari del 1973-74 e quella del 1978-79. Nel primo caso vi fu il quintuplicarsi del prezzo del greggio, anche se da una base di partenza alquanto bassa. Anche prima della crisi petrolifera i prezzi dei prodotti primari escluso il petrolio erano quasi raddoppiati in seguito alle forti pressioni della domanda globale negli anni 1972-73. I livelli di utilizzo della capacità produttiva insolitamente elevati, alcune strozzature dal lato della produzione e la diffusa carenza di materie prime - tutti aspetti delle tensioni dovute ad una economia mondiale surriscaldata - crearono un clima speculativo che attizzò l'inflazione dei prezzi dei prodotti di base. Al tempo stesso, una serie di cattivi raccolti in diverse parti del mondo determinò un'esplosione dei prezzi delle derrate alimentari.

Per tali aspetti, la seconda impennata dei prezzi dei prodotti primari non si è discostata di molto dalla prima. Anche in questo caso la principale fonte di perturbazione è stata una brusca maggiorazione del prezzo del petrolio a partire

dagli inizi del 1979, mentre già verso la metà del 1978 i prezzi delle materie industriali avevano iniziato a salire in reazione a un graduale rafforzamento della congiuntura mondiale. Si sono altresì manifestati acquisti speculativi e problemi nell'offerta di prodotti agricoli. Nel complesso tuttavia il rincaro dei prodotti di base non petroliferi non ha raggiunto la gravità del primo shock, soprattutto perché l'attività economica si trovava in una situazione di migliore equilibrio internazionale e perché le sollecitazioni sulla capacità produttiva erano meno intense. Sebbene in termini relativi il più recente shock petrolifero appaia meno grave di quello del 1973-74, tale raffronto può essere fuorviante, dati i bassi livelli da cui ebbe inizio il rincaro del petrolio del 1973. In termini economici, l'aumento della spesa per l'importazione di petrolio in rapporto al reddito nazionale dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera è stato pressoché uguale nei due periodi critici considerati.

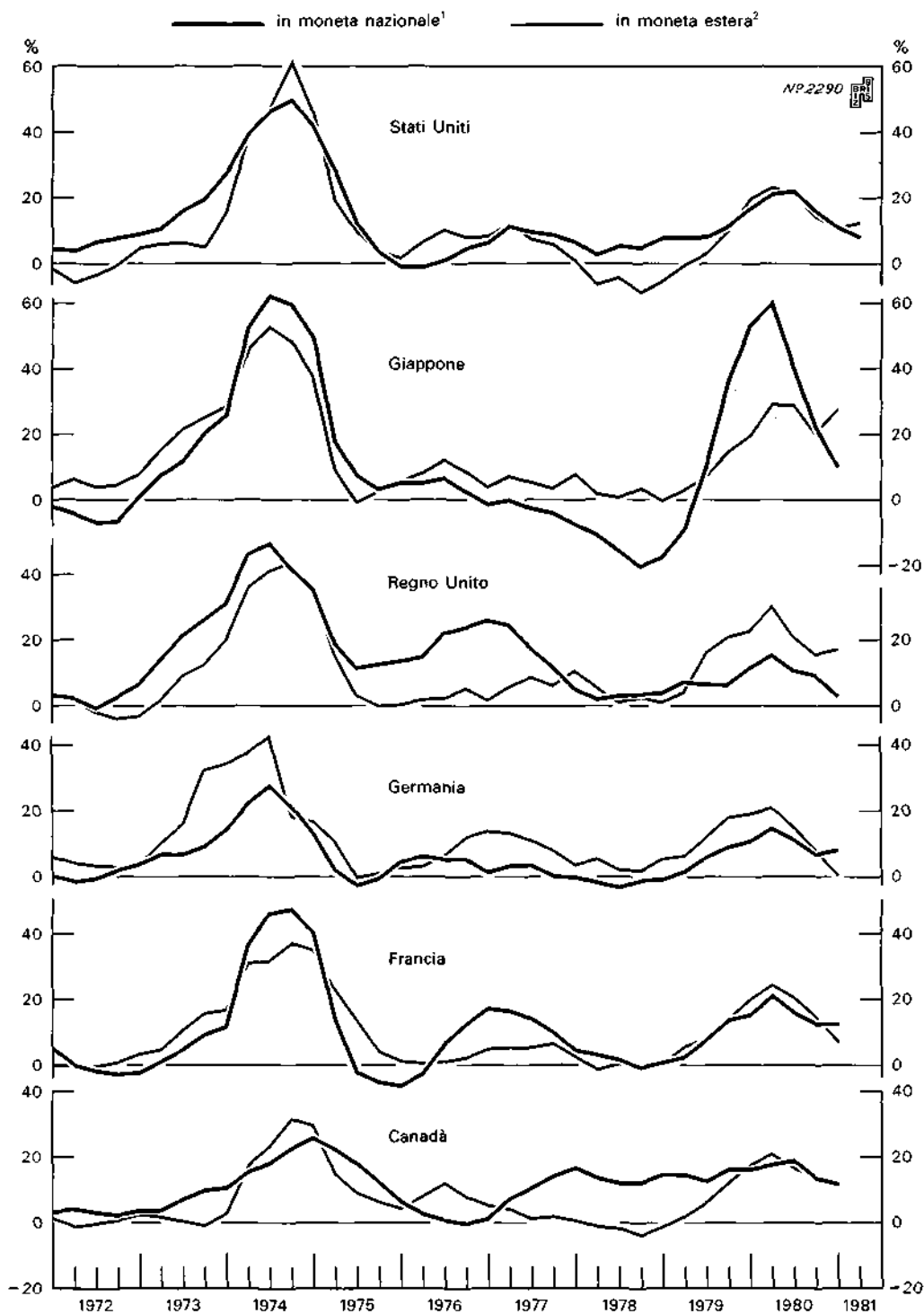
Tassi di cambio e impulsi esterni provenienti dai prezzi.

Il modo in cui l'inflazione sui mercati mondiali delle materie prime si trasmette alle singole economie dipende in parte dall'evoluzione dei tassi di cambio. Il ruolo di questi ultimi è evidenziato, per una serie di paesi, dal grafico che segue. La linea più marcata riproduce il tasso di variazione annua dei prezzi all'importazione in termini di moneta nazionale, misurato dalla variazione del deflatore dei prezzi all'importazione in periodi di quattro trimestri. La linea più sottile descrive l'andamento della stessa grandezza in termini di moneta estera, rettificata cioè in base alla variazione percentuale del tasso di cambio effettivo nel medesimo arco di tempo. Com'era da attendersi, la variazione ponderata dei prezzi all'importazione in termini di moneta estera segue un profilo pressoché analogo in tutti i paesi, rispecchiando un'evoluzione percepita in modo diffuso che trae origine dai mercati internazionali dei prodotti primari. Le diversità riscontrabili fra i singoli paesi nell'andamento della variabile considerata sono pertanto dovute in larga parte a differenze nella composizione merceologica delle importazioni e nel grado di dipendenza dal petrolio e da altri prodotti di base.

Nel corso degli anni settanta, come appare dal grafico seguente, i prezzi all'importazione sono saliti fortemente in tutti i paesi considerati, ma soprattutto in Giappone e negli Stati Uniti. Il modo in cui tali aumenti si sono trasmessi ai meccanismi prezzi-salari interni è dipeso ovviamente dal contemporaneo andamento dei tassi di cambio effettivi. Nell'ultima parte del 1973 e nel 1974 gli aumenti dei prezzi all'importazione in Giappone, Regno Unito e Francia furono notevolmente amplificati dal deprezzamento delle monete di questi paesi in termini di cambio effettivo. Per contro, negli Stati Uniti, in Germania e in Canada l'aumento risultò in certa misura attenuato dall'apprezzamento delle rispettive monete.

L'importanza dei tassi di cambio è particolarmente evidente nel periodo successivo alla prima crisi petrolifera e anteriore ai rincari delle materie prime nel 1978. Benché non vi fosse stato in questo periodo uno shock generalizzato dal lato dei prezzi, i corsi dei prodotti primari avevano avuto la tendenza a salire parallelamente alla ripresa dell'attività economica. Durante questo intervallo, in termini di impatto differenziale dei prezzi all'importazione sui singoli paesi, le variazioni relative dei tassi di cambio paiono essere state preminenti rispetto agli sviluppi sui mercati delle materie prime. In termini di variazione dei prezzi, la

Prezzi all'importazione.
Variazioni percentuali in periodi di quattro trimestri.



¹ Deflatore dei prezzi impliciti all'importazione. ² Deflatore dei prezzi all'importazione rettificato in base al tasso di cambio effettivo.

caduta del dollaro dalla fine del 1977 in poi, il perdurante apprezzamento dello yen dal 1976 al 1978, la crisi della sterlina nel 1975-76, l'apprezzamento del marco tedesco dal 1976 al 1979, il deprezzamento del franco francese accompagnatosi al ritiro della Francia dal "serpente" monetario nel 1976, e infine la flessione del dollaro canadese nel 1977-78, hanno contribuito in misura rilevante a determinare le sensibili differenze nel modo in cui gli sviluppi esterni sul fronte dei prezzi si sono ripercossi sui vari paesi.

La seconda ondata di rincari dei prodotti primari sui mercati internazionali ha avuto inizio verso la metà del 1978. Il ruolo avuto dai tassi di cambio nell'influenzare l'ampiezza di tali perturbazioni è stato radicalmente diverso da quello svolto nella fase 1973-75. In Giappone il deprezzamento dello yen nel 1979 ha fortemente accresciuto gli effetti sull'economia interna degli aumenti di prezzo delle materie prime, facendo sì che la seconda ondata di rincari del petrolio fosse di entità pari, se non superiore, a quella precedente. Per contro, nel Regno Unito il netto apprezzamento della sterlina ha smorzato l'impatto degli aumenti dei prezzi internazionali. Per un certo tempo Germania e Francia hanno beneficiato di un apprezzamento dei tassi di cambio effettivi, ma successivamente tale vantaggio è stato annullato dal rafforzamento del dollaro rispetto alle monete europee.

Inflazione "importata" e inflazione "di origine interna".

Il peggioramento del clima inflazionistico negli anni settanta è stato in parte di origine internazionale, come conseguenza delle ripetute spinte provenienti dai prezzi dei prodotti primari e, quanto meno per alcuni paesi, dell'andamento dei tassi di cambio. Può essere utile, sul piano concettuale, operare una distinzione fra inflazione "importata" e inflazione "di origine interna", benché tale distinzione non sia affatto esatta, né priva di ambiguità. In primo luogo gran parte di un impulso inflazionistico che pare essere di natura esogena rispetto ai singoli paesi potrebbe costituire semplicemente un riflesso indiretto degli sviluppi prodottisi nei maggiori paesi industriali presi come gruppo. Inoltre, l'inflazione è un processo dinamico con complesse interazioni e retroazioni di costi, prezzi e aspettative. In presenza di un persistente clima inflazionistico questi diversi aspetti possono divenire così commisti da rendere praticamente impossibile una loro distinzione.

Pur nella consapevolezza di tali limiti, nella tabella seguente si è inteso distinguere le componenti inflazionistiche esogene ed endogene nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera durante le due fasi di forte aumento dei prezzi all'importazione. La componente esogena è misurata dalle variazioni annue delle ragioni di scambio, calcolate sulla base dei deflatori dei prezzi all'esportazione e all'importazione e ponderate con la quota del settore delle transazioni con l'estero. La misura dell'inflazione endogena è data dal deflatore del PNL o del PIL, che non comprende l'aumento dei prezzi all'importazione. Si assume implicitamente che i prezzi dei fattori interni non siano direttamente influenzati dalle variazioni dei prezzi delle merci importate. La somma delle due componenti fornisce l'inflazione "complessiva" misurata dal deflatore della domanda interna. Nel 1978, prima dell'inizio del secondo shock petrolifero, il tasso dell'inflazione di origine interna in alcuni paesi era effettivamente molto inferiore al livello esistente nel 1973, anteriormente alla prima crisi. Ciò valeva in particolare per i paesi della CEE con

Incidenza delle componenti "esogena" ed "endogena" sull'inflazione complessiva.¹

Paesi	Componente esogena			Componente endogena			Inflazione complessiva		
	1973 1978	1974 1979	1975 1980	1973 1978	1974 1979	1975 1980	1973 1978	1974 1979	1975 1980
	variazioni percentuali del quarto trimestre sul corrispondente periodo dell'anno precedente								
Canada	- 2,1 1,3	- 0,1 - 1,0	- 0,1 - 0,2	11,6 6,6	15,1 11,9	10,2 9,9	9,5 7,9	15,0 10,9	10,1 9,7
Francia	0,0 - 1,5	3,2 0,1	- 1,3 1,7	8,0 9,8	12,2 9,8	10,3 10,7	8,0 8,3	15,4 9,9	9,0 12,4
Germania	1,1 - 0,5	- 0,9 1,3	0,9 0,5	6,7 3,8	8,6 4,0	3,8 5,4	7,8 3,3	7,7 5,3	4,7 5,9
Giappone	1,0 - 1,9	3,1 4,4	1,2 2,2	15,7 3,3	18,4 1,0	5,1 4,5	16,7 1,4	21,5 5,4	6,3 6,7
Italia ²	3,0 - 0,3	2,3 1,9	- 1,4 3,5	13,1 14,1	23,8 16,3	13,0 20,3	16,1 13,8	26,1 18,2	11,6 23,8
Regno Unito	3,8 - 1,0	2,7 - 1,5	- 1,9 - 1,3	8,1 10,5	19,6 18,2	24,8 16,8	11,9 9,5	22,3 16,7	22,9 15,5
Stati Uniti	0,1 - 0,3	1,0 1,6	- 0,5 - 0,2	7,5 8,2	11,0 6,9	7,5 9,8	7,6 7,9	12,0 8,5	7,0 9,6
	variazioni percentuali sull'anno precedente								
Belgio	- 0,7 0,1	1,4 - 0,3	0,7 1,5	6,9 4,2	12,2 4,2	12,6 5,0	6,2 4,3	13,6 3,9	13,3 6,5
Paesi Bassi	0,3 - 0,3	2,6 1,5	- 0,2 1,2	8,4 5,1	9,3 3,9	11,2 5,9	8,7 4,8	11,9 5,4	11,0 7,1
Svezia	0,8 1,4	2,2 1,1	- 3,2 1,4	7,1 9,8	8,7 7,1	14,7 12,3	7,9 11,4	10,9 8,2	11,5 13,7
Svizzera	0,7 - 2,7	2,0 1,7	- 2,6 2,2	8,1 3,6	6,9 2,0	7,1 2,0	8,8 0,9	8,9 3,7	4,5 4,2

¹ Incidenza in punti percentuali della componente esogena (variazione delle ragioni di scambio) e della componente endogena (deflatore del PNL o del PIL) sull'inflazione complessiva (deflatore della domanda interna). ² I dati relativi al 1980 sono stimati.

tassi di cambio fluttuanti congiuntamente (Germania, Belgio e Paesi Bassi) e per Giappone, Canada e Svizzera. D'altra parte, taluni altri paesi, come Francia, Italia, Svezia, Regno Unito e Stati Uniti, si trovavano all'inizio del secondo periodo critico con tassi d'inflazione sensibilmente superiori a quelli del 1973.

Negli anni 1979-80 per un certo numero di paesi la componente inflazionistica esogena è stata nel complesso più forte che nel 1974-75. Ciò vale particolarmente per Svizzera, Giappone, Italia e Svezia; la differenza risulta tuttavia sensibile anche nel caso della Germania e degli Stati Uniti. In Belgio e in Francia gli impulsi esterni, benché minori nel secondo periodo considerato, sono rimasti di entità apprezzabile, mentre nei Paesi Bassi tale componente si è pressoché equivalsa nei due periodi.

Nonostante queste spinte esterne, nel 1979-80 la progressione dell'inflazione endogena nella maggior parte dei paesi è stata decisamente più contenuta che nel 1974-75. In Giappone, l'inflazione di origine interna ha addirittura segnato un rallentamento, nonostante gli impulsi eccezionalmente forti provenienti dai prezzi esterni. D'altro canto, in Italia e negli Stati Uniti l'uguale crescita della componente endogena dell'inflazione nel 1979-80 e nel 1974-75 può essere in parte dovuta al fatto che le spinte sui prezzi originatesi all'estero sono state relativamente più intense nel periodo critico più recente.

Questi risultati inducono a formulare alcune considerazioni. In primo luogo, il nesso fra gli impulsi esterni ed il processo inflazionistico interno non pare essere così stretto come talvolta si suppone. Nel corso del secondo shock petrolifero praticamente tutti i paesi si sono mossi in modo tempestivo e deciso per evitare i suoi effetti secondari. In genere essi hanno avuto maggior successo rispetto al periodo 1974-75 nel troncare o nel frenare il processo di trasmissione, soprattutto nella fase iniziale. In secondo luogo, anche se il nesso fra le componenti esterne e interne non è molto rigido, le variazioni relative nei tassi di cambio effettivi svolgono pur tuttavia un ruolo importante nel differenziare l'impatto delle perturbazioni esterne dal lato dei prezzi. Alcuni paesi, con il Regno Unito e la Svizzera agli estremi opposti, si sono trovati in una posizione ben diversa nei due periodi critici in esame a causa dell'andamento dei rispettivi tassi di cambio. Infine, come corollario alle due osservazioni precedenti, gli sforzi concertati e tempestivi per contenere l'inflazione di origine interna paiono aver riportato un certo qual successo. Considerato in termini di tasso complessivo d'inflazione, espresso dal deflatore della domanda interna, nel 1980 l'aumento dei prezzi è stato più forte che nel 1975 in Germania, Italia, Svezia e Stati Uniti, mentre è risultato sensibilmente più contenuto in altri paesi come Belgio, Paesi Bassi e Regno Unito. Gli sviluppi riscontrabili in quest'ultimo paese mettono in evidenza l'opportunità di non spingere oltre una certa misura la distinzione fra le componenti esogena ed endogena dell'inflazione. La crescente competitività delle merci importate nel Regno Unito dovuta al forte apprezzamento della sterlina ha rallentato decisamente, comprimendo i margini di profitto, l'aumento dei prezzi dei prodotti interni.

Il processo inflazionistico interno.

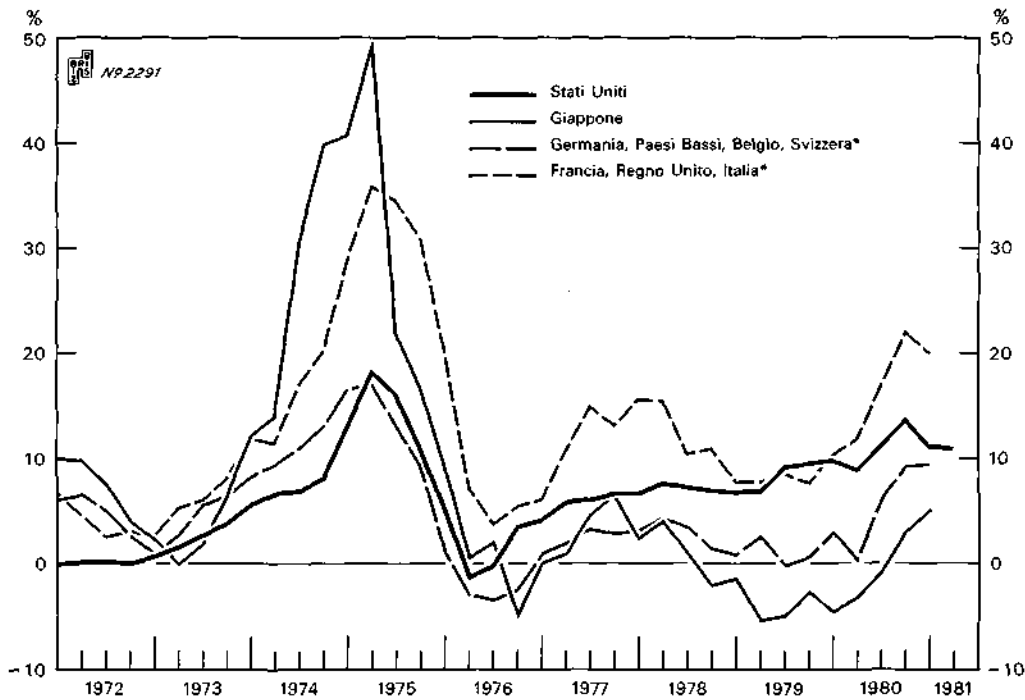
In termini di prezzi finali dei beni, l'aggravarsi dell'inflazione nel 1979-80 presenta una straordinaria analogia con quanto avvenne sulla scia della prima crisi petrolifera. Dal punto di vista della distribuzione del reddito, tuttavia, nella maggior parte dei paesi il sottostante aggiustamento delle relazioni fra prezzi e costi pare essersi realizzato in modo assai migliore, quanto meno fino ad oggi, nella più recente fase critica. In parte ciò riflette la situazione di maggiore debolezza dei mercati del lavoro. Ma parrebbe che vi abbia altresì contribuito un certo "processo di apprendimento", nel senso che nella fase attuale le parti sociali sono state più disponibili ad accettare le implicazioni sfavorevoli, in termini di reddito reale, del peggioramento delle ragioni di scambio.

Per sua natura, uno shock dei prezzi internazionali comporta per la maggior parte dei paesi industriali una perdita di reddito reale attraverso un peggioramento delle ragioni di scambio. L'entità di questa perdita è ovviamente in funzione della dipendenza di ciascun paese dalle importazioni di petrolio e di altre materie prime, nonché dalla sua capacità di controbilanciare parzialmente la perdita stessa con più elevati prezzi all'esportazione. Nella misura in cui il trasferimento di potere d'acquisto reale dai paesi importatori ai paesi esportatori non è compensato da un incremento di produttività, i redditi reali devono necessariamente diminuire. Dal punto di vista dell'economia interna, l'aggiustamento di reddito dovrebbe essere sopportato di preferenza dal settore delle famiglie. Tale tipo di aggiustamento contribuisce a preservare o addirittura a migliorare le relazioni prezzi-costi. In caso

contrario, l'onere può ricadere pesantemente sulla redditività delle imprese, con effetti negativi sull'investimento e sulla crescita futura del reddito reale.

Dal lato dei costi, i migliori risultati conseguiti dai paesi industriali nel secondo periodo critico sono rispecchiati dall'andamento dei costi unitari del lavoro (come appare dal grafico seguente). Contrariamente a quanto accadde negli anni 1974-75, allorché i costi unitari del lavoro salirono sensibilmente in tutti i paesi, nel 1979-80 gli incrementi sono rimasti abbastanza contenuti, nonostante una forte espansione dei costi di lavoro extra-salariali, e in particolare degli oneri sociali a carico dei datori di lavoro, accresciutisi nella maggior parte dei paesi. L'andamento più favorevole in termini di costi unitari del lavoro nel secondo periodo rispecchia in parte una meno grave recessione e, in alcuni casi, una migliore tenuta della produttività, ma questi aspetti positivi sono dipesi a loro volta da una maggiore moderazione nella dinamica delle retribuzioni nominali e reali.

Costi unitari del lavoro.
Variazioni percentuali in periodi di quattro trimestri.



*Medie aritmetiche ponderate in base al prodotto nazionale lordo del 1978.

La tabella che segue propone un raffronto fra le variazioni delle retribuzioni nominali e reali e della produttività nei due periodi critici in esame. Una caratteristica saliente degli anni 1979-80 è l'incremento più contenuto dei salari nominali rispetto al 1974-75. Soltanto negli Stati Uniti gli aumenti annui delle retribuzioni risultano superiori nel secondo periodo di aggiustamento. In tutti gli altri paesi la dinamica salariale è stata più moderata che nel 1974-75 e in alcuni casi, come Giappone, Germania, Benelux, Austria e Svizzera, la differenza appare considerevole. In molti di questi paesi vi è stata tuttavia una notevole accelerazione degli aumenti retributivi nell'arco del secondo periodo di aggiustamento.

Retribuzioni orarie e produttività nell'industria di trasformazione.

Paesi	Retribuzioni nominali ¹		Retribuzioni reali ²		Produttività ³	
	1973 1978	1974-75 1979-80	1973 1978	1974-75 1979-80	1973 1978	1974-75 1979-80
variazioni percentuali annue ⁴						
Stati Uniti	6,6 9,2	7,4 8,4	- 0,8 1,5	- 1,5 - 1,2	- 1,6 0,8	2,9 0,8
Canada	9,5 6,7	15,0 10,2	0,4 - 0,9	3,7 0,1	2,9 6,1	2,7 - 1,7
Giappone	19,1 5,0	20,1 6,5	5,4 - 0,4	4,4 1,3	9,0 10,2	2,3 9,2
Austria	9,8 6,7	13,4 7,4	2,9 1,4	4,1 2,1	- 3,1 13,7	7,7 8,0
Belgio	16,1 6,6	20,8 9,0	9,6 2,3	7,5 3,4	9,7 13,2	7,8 3,0
Francia	15,9 12,6	17,6 14,6	7,6 2,7	4,9 3,6	0,3 10,3	3,7 4,4
Germania	11,1 5,7	10,2 6,1	3,2 3,1	3,6 1,0	3,6 3,8	3,5 0,2
Italia	25,4 16,1	22,2 22,1	10,5 3,2	5,6 2,5	11,1 12,2	1,5 5,7
Paesi Bassi	13,6 5,0	15,1 4,2	3,9 0,7	4,3 - 1,4	4,9 11,7	4,6 - 0,3
Regno Unito	13,0 13,4	24,4 19,5	3,0 4,7	2,3 4,0	2,6 1,3	0,7 0,3
Svezia	8,6 6,1	16,2 10,2	1,1 - 4,6	5,3 1,5	3,3 14,3	0,1 3,2
Svizzera	9,2 3,7	9,7 4,5	0,2 3,1	1,3 0,2	5,4 3,7	4,4 1,2
Media semplice	13,1 8,0	16,0 10,2	3,9 1,4	3,8 1,4	4,0 8,4	3,5 2,8

Nota: i dati relativi al 1980 sono parzialmente stimati.

¹ Retribuzioni minime contrattuali per Italia, Francia e Paesi Bassi. ² Retribuzioni nominali deflazionate in base all'indice dei prezzi al consumo per le famiglie. ³ Rettificata in base alle ore lavorate. ⁴ Dicembre su dicembre per le retribuzioni e, laddove i dati sono disponibili, quarto trimestre su quarto trimestre per la produttività.

Il migliore aggiustamento dal lato delle retribuzioni è confermato dal raffronto fra le variazioni dei salari reali e gli incrementi di produttività. Nella maggior parte dei paesi durante il secondo periodo critico le retribuzioni reali sono aumentate in misura relativamente modesta, o sono addirittura diminuite, mentre la produttività ha mostrato in media una progressione pressoché uguale a quella del 1974-75. Un'eccezione è rappresentata dagli Stati Uniti, dove nel 1979-80 si è avuta una flessione nei salari reali, accompagnata però da un incremento soltanto modesto della produttività. Un'altra eccezione è costituita dalla Germania, dove sia le retribuzioni reali sia la produttività sono cresciute in misura assai inferiore rispetto al 1974-75.

L'esempio più notevole di aggiustamento interno in risposta al secondo impatto inflazionistico è dato senza dubbio dal Giappone. Nonostante l'intensità degli impulsi esterni, la pronta applicazione di una politica monetaria restrittiva è riuscita a smorzare le spinte sui prezzi originatesi a livello internazionale, lasciando assai poco spazio all'inflazione di origine interna. Al tempo stesso, la gravità della recessione del 1974-75, durante la quale la produzione reale era calata precipitosamente, aveva influenzato l'atteggiamento delle parti sociali nelle

contrattazioni salariali. La gravosa esperienza del primo shock ha ingenerato un'acuta consapevolezza dello stretto nesso esistente fra costi salariali interni, occupazione e reddito reale. Un ulteriore contributo è derivato dalla peculiarità delle relazioni industriali esistenti in Giappone. Si consideri che, a prescindere dalle garanzie di impiego permanente, le gratifiche — che rappresentano circa un quarto del reddito da lavoro dipendente — vengono variate in funzione della redditività dell'azienda. In questo contesto la determinazione della banca centrale nel contenere l'impatto inflazionistico esterno è stata assecondata dalle parti sociali, evitando l'insorgere di eccessive rivendicazioni salariali.

Nel Regno Unito, per contro, nella maggior parte degli anni settanta sono stati compiuti scarsi progressi nel ridurre l'elevata soglia di inflazione. Nei due ultimi anni il governo ha perseguito una politica di gestione della domanda rigorosamente restrittiva, tesa ad ottenere un mutamento di fondo nelle aspettative inflazionistiche, in particolare per quanto riguarda il processo di contrattazione salariale. Ciononostante, nel 1979 le retribuzioni sono fortemente salite, in parte per effetto di un consistente adeguamento dei trattamenti economici nel settore pubblico in seguito alle proposte della Commissione Clegg, che miravano a riportare le retribuzioni dei dipendenti pubblici su una base paragonabile a quelle del settore privato. L'entità considerevole di tale adeguamento, a prescindere dalla sua giustezza, ha contribuito ad avviare una nuova rincorsa di rivendicazioni salariali. Più di recente il governo ha abbandonato il criterio della comparatività e ha tentato di esercitare un maggiore controllo sulle retribuzioni del settore pubblico. Nel settore privato, in seguito ad un ulteriore gravoso peggioramento nella situazione del mercato del lavoro, i recenti rinnovi contrattuali si sono tradotti in incrementi salariali sensibilmente più moderati di quelli dell'anno precedente.

Negli Stati Uniti, a differenza di quanto osservato in Giappone e nella maggior parte dei paesi europei, la recente dinamica salariale si presenta meno soddisfacente se raffrontata con quella del periodo 1974-75. L'aggravarsi delle pressioni sui costi salariali è attribuibile, almeno in parte, al graduale allentamento del programma di controllo delle retribuzioni e dei prezzi. Il completo smantellamento di tali restrizioni all'inizio del 1981 lascia prevedere un ulteriore rafforzamento delle spinte inflazionistiche di base.

Le incertezze circa il tasso d'inflazione e il desiderio di proteggersi dalle perdite causate dall'inflazione stessa hanno condotto alla diffusione di meccanismi di indicizzazione istituzionali o di fatto. A condizione che siano concepiti in modo appropriato, siffatti meccanismi possono fornire un contributo positivo nell'attenuare i conflitti sociali inerenti alla distribuzione del reddito. D'altra parte, se non sono consentite giustificate riduzioni dei redditi reali, l'indicizzazione può amplificare la trasmissione di spinte esterne sui costi, accrescendo le pressioni inflazionistiche. Inoltre, se agli aumenti assicurati dall'indicizzazione si aggiungono forti richieste di incrementi di reddito reale, vi è un grosso rischio di arroventare il clima inflazionistico. In Svizzera, ad esempio, dove la marcata avversione dell'opinione pubblica nei confronti dell'inflazione si accompagna a moderate aspettative di incrementi retributivi reali, la diffusa indicizzazione di fatto non ha in genere agito nel senso di acutizzare l'inflazione. Per contro, in un paese come l'Italia, la presenza dell'indicizzazione, associata talvolta a consistenti incrementi delle retribuzioni reali, pare avere impresso maggiore slancio alla spirale salari-prezzi.

I limiti della politica monetaria e fiscale.

Di fronte a una intensificazione del processo inflazionistico nei due ultimi anni, le autorità dei singoli paesi non avevano praticamente altra scelta che quella di perseguire politiche restrittive di gestione della domanda. Il ricorso intensivo a siffatte politiche si iscriveva tuttavia in un quadro poco propizio. In molti paesi la disoccupazione si situava già a livelli elevati ed il retaggio della passata inflazione si era radicato nelle aspettative e nel processo di contrattazione salariale, rendendo le retribuzioni e i prezzi più rigidi rispetto alle variazioni della domanda. In tali circostanze l'esperienza passata ha fatto ritenere che l'azione antinflazionistica avrebbe comportato notevoli costi in termini di occupazione e di stabilità politica e sociale. Nell'obiettivo di rendere minimi tali oneri, le autorità hanno in genere tentato di influenzare direttamente le aspettative indicando in via preventiva le implicazioni di massima della politica perseguita, nell'intento di ottenere una moderazione spontanea nell'interazione fra salari e prezzi e di accelerare il processo di aggiustamento senza incorrere in eccessivi costi.

In alcuni paesi, ed in particolare nel Regno Unito e negli Stati Uniti, la fiducia riposta nelle politiche restrittive di gestione della domanda ha segnato un netto scostamento rispetto all'importanza per lungo tempo attribuita in passato alle "politiche dei redditi". In linea di principio le politiche dei redditi, costituite da schemi più o meno ufficiali tendenti ad influenzare direttamente la dinamica delle retribuzioni e dei prezzi, sono state da molti considerate per lungo tempo come un mezzo relativamente poco oneroso per frenare la spirale salari-prezzi. Tuttavia, la realizzabilità, nonché l'opportunità di tali politiche dipende dal quadro istituzionale e dalla coesione sociale di ciascun paese. Sul piano pratico le politiche dei redditi sono di difficile formulazione e gestione. Taluni paesi hanno preferito evitarle del tutto, quanto meno nella loro accezione più ristretta, mentre altri hanno riscontrato effetti deludenti o addirittura controproducenti nel lungo periodo. In certi paesi, per contro, le politiche di controllo dei prezzi e dei salari godono tuttora di favore e sono state giudicate utili nel complesso. Inoltre, considerate in un'ottica più ampia, come intero spettro di politiche economiche e sociali, le politiche dei redditi possono spingersi ben oltre un controllo puro e semplice di salari e prezzi. E' possibile vedervi compresi gli effetti indiretti prodotti dall'annuncio di obiettivi monetari, i provvedimenti riguardanti l'imposizione fiscale e i contributi all'economia, gli impegni in termini di tasso di cambio, la politica delle retribuzioni nel settore pubblico e i miglioramenti nel funzionamento del mercato del lavoro e dei prodotti.

Negli Stati Uniti, verso la fine degli anni settanta fu reintrodotta una serie di direttive in materia di prezzi e di salari che paiono aver ottenuto un moderato successo. Esse avevano tuttavia già perso di efficacia allorché è entrata in carica la nuova Amministrazione nel 1981, e da allora sono state abbandonate.

Nel Regno Unito, paese con una lunga e non incoraggiante tradizione di tentativi in questo campo, la maggior parte degli anni settanta è stata caratterizzata dallo sforzo di attuare una sorta di politica dei redditi permanente. Nel 1975 l'indicizzazione fu abbandonata, ma fino al 1978 si è continuato ad applicare schemi di politica dei redditi su base annuale. Durante la seconda crisi petrolifera è stata del

tutto scartata una politica di controllo dei salari, e nel luglio 1979 è stata abolita la Commissione prezzi.

In Francia, pur non essendovi stata una politica dei redditi integrale, nel corso degli anni settanta ne sono stati presenti taluni elementi, come ad esempio i controlli sui prezzi ed i tentativi di influenzare la dinamica salariale mediante la regolamentazione delle retribuzioni nel settore pubblico. Nell'ambito del "piano Barre" sono stati svincolati i prezzi dei prodotti industriali per dare stimolo alla concorrenza; a ciò ha fatto seguito, all'inizio del 1980, la revoca della maggior parte dei controlli sui prezzi al consumo. La politica salariale ha generalmente mirato a mantenere la crescita delle retribuzioni medie più o meno in linea con l'aumento dei prezzi, permettendo nel contempo alcuni miglioramenti reali del salario minimo.

La maggiore importanza attribuita alla politica monetaria e agli obiettivi monetari nei suddetti tre paesi non implica necessariamente che le politiche dei redditi stiano divenendo ovunque obsolete. In Austria, in virtù di un duraturo "accordo sociale" è stata consapevolmente accettata una limitazione delle rivendicazioni salariali nominali nell'intento di contribuire all'assorbimento delle perdite di reddito reale connesse con il rincaro del petrolio, nonché al miglioramento degli investimenti e della capacità competitiva internazionale. Benché in forma diversa, anche nei Paesi Bassi è stata applicata una politica dei redditi restrittiva. Dopo un blocco delle retribuzioni durato due mesi all'inizio del 1980, sono stati posti dei limiti agli incrementi salariali e sono stati ridotti gli adeguamenti al costo della vita, mantenendo in pari tempo vigenti i controlli sui prezzi. Al fine di mitigare il rigore dell'aggiustamento sono state concesse determinate riduzioni delle imposte sul reddito. In Belgio, nel febbraio 1981 il governo è stato in grado di ottenere una regolamentazione restrittiva su base volontaria della durata di due anni, che limita gli aumenti delle retribuzioni agli incrementi dell'indice dei prezzi al consumo.

Nei paesi scandinavi vi è stata una lunga tradizione di contrattazioni collettive centralizzate, con il governo in posizione di relativa estraneità alle trattative. In Svezia, in seguito al fallimento delle negoziazioni sui redditi a livello nazionale nel marzo 1980, il governo ha introdotto un blocco generale dei prezzi valido fino al maggio successivo per facilitare le contrattazioni salariali. I nuovi accordi, preceduti da scioperi, limitavano l'aumento annuo dei costi medi del lavoro al 10% circa, tenuto conto dello slittamento salariale. In Norvegia la cessazione del programma di regolazione delle retribuzioni e dei prezzi alla fine del 1979 ha seriamente aggravato le spinte inflazionistiche. In Danimarca, infine, la componente relativa all'energia è stata esclusa dall'indice dei prezzi impiegato per la determinazione dei salari, al fine di ridurre le pressioni sui margini di profitto e di rendere meno rigido il collegamento fra i costi esterni e quelli interni.

Nell'accezione più ampia le politiche dei redditi potrebbero comprendere anche i vantaggi in termini di aspettative connessi all'annuncio degli orientamenti di politica economica. In molti paesi le autorità monetarie fanno ricorso alla pubblicazione di obiettivi nell'intento di influenzare le aspettative circa l'evoluzione delle retribuzioni e dei prezzi. In Germania, ad esempio, sebbene la Bundesbank non abbia un ruolo diretto nelle negoziazioni sui prezzi e i salari, gli obiettivi

monetari da essa fissati forniscono un quadro di riferimento — ossia una serie di assunti circa il contesto economico e la condotta della politica monetaria — che può contribuire ad orientare le parti sociali nel processo di contrattazione. Attualmente gli obiettivi monetari sono in uso presso numerosi paesi, benché differisca sostanzialmente a seconda del contesto istituzionale l'incidenza sulle negoziazioni salariali che ci si attende dagli obiettivi stessi. In ogni caso vi è il pericolo di sopravvalutare il peso di tali annunci sulle aspettative inflazionistiche. Le incertezze circa la risolutezza delle autorità monetarie o la realizzabilità degli obiettivi possono facilmente pregiudicare gli effetti auspicati.

Nel contesto di inflazione e disoccupazione proprio degli ultimi anni, le autorità hanno altresì fatto ricorso ad un vasto spiegamento di politiche essenzialmente strutturali, comprendenti programmi volti al risparmio dell'energia e alla diversificazione delle fonti, progetti di formazione e di riqualificazione professionale ed altre iniziative dirette ad incrementare la produttività e ad accelerare la crescita dell'offerta. In pari tempo, il proliferare di prescrizioni amministrative in molti paesi ha agito nel senso di aggravare gli oneri imposti alle imprese private. Una riduzione di tali oneri laddove essi appaiono eccessivi dovrebbe stimolare la capacità delle aziende di espandersi e di reagire alle variazioni dei prezzi relativi. Una delle dimostrazioni più evidenti della validità di siffatte politiche è stata la rimozione dei controlli sull'attività delle compagnie aeree negli Stati Uniti.

Il grado di efficacia con cui hanno agito nel passato le politiche strutturali e dei redditi è in gran parte all'origine della loro importanza relativa nell'attuale combinazione di strumenti di politica economica. Le politiche dei redditi comportano certamente dei pericoli potenziali. Soffocando temporaneamente le spinte inflazionistiche, i controlli possono ridurre l'urgenza di perseguire politiche restrittive. Sussiste inoltre un difficile problema di compatibilità con la flessibilità dei salari e dei prezzi relativi necessaria a un'economia dinamica, soprattutto laddove l'indicizzazione è un dato di fatto.

Alcuni dei pericoli insiti in una politica dei redditi inefficace sono illustrati in modo eloquente dalle passate esperienze sia negli Stati Uniti, sia nell'Europa occidentale. D'altra parte, gli oneri di una severa restrizione della domanda in assenza di tali politiche sono altrettanto evidenti in molti paesi, ed in modo particolare nel Regno Unito. Il ripetersi di contraccolpi esterni sui prezzi nel corso del passato decennio, unitamente alla persistenza di pressioni dal lato dei costi del lavoro, induce a ritenere che la natura del problema macro-economico abbia subito un mutamento di fondo. Una politica che comprima costantemente la domanda aggregata in reazione a tali ricorrenti spinte dei prezzi e dei costi comporta molti rischi, sul piano politico, sociale ed economico. In termini economici il rischio maggiore è quello di determinare elevati tassi di disoccupazione e bassi coefficienti di utilizzo della capacità produttiva, che comprimono i livelli di attività economica e compromettono infine la redditività e l'incentivo ad investire. In linea di principio pare innegabile che forme più dirette di politica antinflazionistica — vadano esse sotto il nome di azione concertata, di accordo sociale o di politica dei redditi — possano contribuire al mantenimento della crescita del reddito reale. Di fatto, tuttavia, nonostante i ripetuti tentativi nel corso di molti anni, le autorità di molti paesi non sono ancora riuscite a creare la struttura di mercato e la coesione sociale necessarie come base per una siffatta politica.

Inflazione e sviluppo: il ruolo attribuito al settore pubblico.

Nell'attuale azione volta contro la recrudescenza dell'inflazione la crescita reale ha subito un rallentamento nella maggior parte dei paesi e in altri ha avuto inizio un'autentica recessione. In passato una siffatta situazione aveva dato avvio a politiche di stimolo — consistenti per lo più in provvedimenti fiscali *ad hoc* — per ridare slancio all'economia e ridurre la disoccupazione. Nell'attuale contesto vi è invece una notevole diversità di atteggiamento. Anziché dare la priorità allo stimolo della domanda aggregata, quasi ovunque le autorità sentono l'esigenza indilazionabile di attenuare lo squilibrio crescente fra il settore di mercato e quello non di mercato, ovvero, più in generale, fra il settore privato e quello pubblico. Tale squilibrio è da molti considerato come un serio impedimento agli investimenti produttivi e al mantenimento di un adeguato potenziale di sviluppo. In larga parte questa tesi è in linea con il concetto di "economia dell'offerta". Se da un lato sono stati espressi notevoli dubbi circa gli effetti incentivanti degli sgravi fiscali in sé, vi è però un largo consenso sulla necessità, per molti paesi, di contenere l'espansione del settore pubblico, creando più spazio agli investimenti fissi e quindi alla crescita della produttività e dell'occupazione privata. Per lo stesso ordine di motivi hanno trovato scarso favore i provvedimenti fiscali intesi a stimolare la produzione alimentando unicamente la domanda globale.

L'enorme espansione della spesa del settore pubblico è evidente in tutti i paesi (come si rileva dalla tabella di pagina 26 che fornisce i dati relativi ad una serie di anni dal 1961). In termini generali il più rapido incremento delle uscite è avvenuto a partire dalla prima crisi petrolifera verso la fine del 1973, benché anche negli anni precedenti vi fossero stati sensibili aumenti sia nelle erogazioni per trasferimenti sia nei consumi del settore pubblico.

Come evoluzione di lungo periodo, è naturale attendersi che aumenti gradualmente la proporzione della spesa pubblica rispetto al prodotto interno lordo o, in altre parole, che con la crescita reale del reddito nazionale una quota maggiore del medesimo sia destinata a finanziare i servizi pubblici e ad assicurare una più equa distribuzione dei benefici e degli oneri sociali. Tuttavia, la progressione strabiliante con cui la spesa pubblica è andata espandendosi negli ultimi due decenni, congiuntamente al modesto tasso di investimento e alla bassa crescita economica negli anni settanta, è divenuta fonte di serie inquietudini per i responsabili della politica economica. Ad esempio, dal 1961 al 1980 la spesa pubblica in rapporto al prodotto nazionale lordo è salita dal 31,0 al 63,2% in Svezia e dal 35,0 al 60,4% nei Paesi Bassi. Anche in quei paesi come il Giappone e la Svizzera, dove il rapporto fra spesa pubblica e PNL permane relativamente basso, sono stati registrati notevoli incrementi dall'inizio degli anni sessanta.

Le ragioni che stanno alla base della rapida espansione della spesa del settore pubblico variano da paese a paese. Un fattore comune negli ultimi anni è la tendenza delle autorità a basare le previsioni di spesa su stime troppo ottimistiche della crescita reale e delle entrate e, in alcuni casi, a formulare i programmi di spesa in termini reali. In taluni paesi ha contribuito a dilatare rapidamente le uscite anche la crescita relativamente forte delle retribuzioni nel settore pubblico. Per quanto concerne i trasferimenti, in molti casi le erogazioni sociali sono indicizzate e prevedono talvolta gradualni miglioramenti anche in termini reali. Un ulteriore fattore che, congiunto a quelli sopradetti, ha contribuito dal lato delle entrate a

Amministrazioni pubbliche: erogazioni e incassi.

Paesi	Anni	Erogazioni			Incassi			Saldo
		consumi pubblici	trasferimenti	totale*	introiti tributari	trasferimenti	totale	
		in percentuale sul prodotto nazionale lordo						
Belgio	1961	12,2	15,5	29,8	19,9	7,4	28,4	- 1,4
	1967	13,8	17,6	34,5	22,8	9,5	33,2	- 1,3
	1973	14,8	21,0	39,1	24,9	11,4	36,4	- 2,7
	1979	18,2	28,0	49,9	30,5	12,7	43,2	- 6,7
	1980	18,3	29,5	51,8	30,0	12,9	43,0	- 8,8
Canada	1961	15,4	10,7	30,0	22,7	3,4	26,6	- 3,4
	1967	16,5	12,8	32,1	25,5	5,0	31,0	- 1,1
	1973	18,5	14,0	36,0	28,6	6,3	35,6	- 0,4
	1979	19,7	17,2	38,6	26,9	9,9	36,8	- 1,8
	1980	19,9	18,5	40,1	27,5	10,2	37,8	- 2,3
Francia	1961	13,1	18,7	35,7	22,5	13,3	36,2	0,5
	1967	13,0	21,1	39,0	22,6	15,3	38,2	- 0,8
	1973	13,2	21,6	38,5	21,8	16,6	38,6	0,1
	1979	14,9	27,4	45,4	22,5	20,2	44,8	- 0,6
	1980	15,3	27,9	46,3	23,3	21,3	46,6	0,3
Germania	1961	13,9	14,3	33,4	24,1	10,1	35,9	2,5
	1967	16,3	16,8	38,2	23,7	10,9	36,3	- 1,9
	1973	18,2	17,0	40,5	25,5	14,2	41,2	0,7
	1979	19,9	20,8	45,6	25,4	16,2	42,7	- 2,9
	1980	20,3	20,7	46,1	25,2	17,3	42,6	- 3,5
Giappone	1961	-	-	-	-	-	-	-
	1967	7,7	6,0	18,3	14,2	4,3	19,2	0,9
	1973	8,3	6,7	25,4	16,5	4,8	22,4	- 3,0
	1979	9,8	14,3	31,3	17,4	9,2	26,6	- 4,7
	1980	10,0	14,7	31,6	18,2	9,4	27,6	- 4,0
Italia	1961	12,7	14,0	30,5	17,0	11,1	28,1	- 2,4
	1967	14,4	17,1	35,0	17,9	13,0	31,0	- 4,0
	1973	15,5	20,5	39,1	15,8	14,5	30,4	- 8,7
	1979	16,1	25,5	45,9	19,3	17,2	36,5	- 9,4
	1980	16,3	25,6	45,6	21,0	16,7	37,7	- 7,9
Paesi Bassi	1961	14,0	15,4	35,0	23,6	9,2	35,0	0,0
	1967	16,2	20,7	42,0	24,9	13,8	40,7	- 1,3
	1973	16,3	27,4	48,1	27,2	19,5	49,2	1,1
	1979	18,9	36,2	58,8	28,8	21,8	55,8	- 3,0
	1980	18,7	37,0	60,4	29,4	21,8	57,1	- 3,3
Regno Unito	1961	16,7	13,7	33,3	24,6	6,0	31,4	- 1,9
	1967	18,0	15,2	38,6	28,2	7,3	36,5	- 2,1
	1973	18,4	16,0	41,1	27,3	8,4	36,5	- 4,6
	1979	20,1	19,1	42,4	29,1	10,0	39,1	- 3,3
	1980	21,6	19,6	44,3	30,4	10,2	40,6	- 3,7
Stati Uniti	1961	18,0	8,8	29,7	22,5	4,7	27,9	- 1,8
	1967	19,3	9,3	31,8	22,1	6,2	28,9	- 2,9
	1973	17,9	12,1	32,0	23,2	7,9	31,7	- 0,3
	1979	17,3	11,6	31,2	23,9	7,8	31,7	0,5
	1980	17,9	12,7	33,1	24,1	7,8	31,9	- 1,2
Svezia	1961	15,9	11,0	31,0	26,3	6,1	33,6	2,6
	1967	19,6	13,7	39,7	31,0	10,2	42,3	2,6
	1973	23,3	18,0	46,1	34,1	13,6	49,0	2,9
	1979	29,1	29,2	62,7	36,5	19,5	59,9	- 2,8
	1980	29,7	29,6	63,2	36,7	20,0	59,7	- 3,5
Svizzera	1961	9,7	8,4	18,0	15,7	5,8	22,2	4,2
	1967	10,3	10,1	20,4	16,8	6,1	23,5	3,1
	1973	11,2	12,9	24,2	19,0	8,9	28,9	4,7
	1979	13,1	17,5	30,6	21,0	15,9	38,0	7,4
	1980	13,1	17,8	30,9	22,0	16,1	39,5	8,6

Nota: i dati relativi al 1980 sono in parte stimati.

*Salvo che per la Svizzera, la spesa totale comprende gli investimenti pubblici ed i trasferimenti in conto capitale; per il Belgio, nella spesa totale non sono compresi i trasferimenti in conto capitale.

determinare ampi disavanzi è costituito dalla tendenza, presente in diversi paesi, di modificare le aliquote fiscali in modo automatico o discrezionale al fine di compensare gli effetti dell'inflazione.

Considerate le dimensioni della spesa del settore pubblico, non sorprendono le crescenti inquietudini suscitate dai potenziali effetti negativi di tale evoluzione: elevata inflazione, effetti di "spiazzamento" sugli investimenti e la minaccia del protrarsi di una crescita lenta. In un paese dopo l'altro le autorità hanno annunciato o stanno formulando politiche dirette a contenere la spesa pubblica (una disamina più approfondita di tali sviluppi è affrontata nel Capitolo III). Nel Regno Unito le riduzioni di spesa programmate hanno costituito un elemento-chiave delle politiche seguite negli ultimi due anni. La nuova Amministrazione degli Stati Uniti, pur mettendo un forte accento sugli effetti incentivanti degli sgravi fiscali, ha annunciato decise e generalizzate riduzioni nella spesa del settore pubblico. Si può rilevare che, sebbene negli Stati Uniti il rapporto fra spesa pubblica e PNL sia relativamente basso, vi è il diffuso convincimento che le erogazioni pubbliche siano da tempo sfuggite al controllo e che i disavanzi abbiano contribuito, attraverso la lievitazione dei tassi d'interesse, a creare gravi problemi di finanziamento per l'industria. Anche in molte economie dell'Europa continentale — particolarmente in Germania, Italia, Benelux e nei paesi scandinavi — l'obiettivo di contenere la crescita della spesa pubblica pare acquistare una posizione di netta priorità.

Non è casuale che la crescita della dimensione del settore pubblico si sia accompagnata a un peggioramento tendenziale dell'inflazione. L'impegno a perseguire la piena occupazione e il sorgere del moderno stato del benessere hanno mutato gli atteggiamenti di fondo, conferendo una propensione inflazionistica alle economie. Sui mercati del lavoro l'accresciuta copertura fornita dall'assicurazione contro la disoccupazione, i più elevati livelli dei sussidi di disoccupazione ed i minimi contrattuali in costante crescita hanno contribuito a innalzare in modo irreversibile i costi del lavoro. Queste pressioni inflazionistiche sono state ulteriormente aggravate dai più elevati prelievi contributivi richiesti per finanziare le crescenti prestazioni sociali.

Un problema ancora più generale suscitato dalla maggiore dimensione del settore pubblico e dal peso delle erogazioni per trasferimenti è il connesso aumento del carico fiscale sulle famiglie e sulle imprese. L'aggravio della tassazione ha ulteriormente eroso gli incentivi a lavorare e a investire, e ha incoraggiato il fenomeno qualificato come "spirale imposte-salari".

Spesso un'ampia spesa del settore pubblico si accompagna a un forte disavanzo. Tuttavia, come si può desumere dalla tabella, la relazione è molto labile. Infatti, in Giappone, dove il rapporto fra spesa pubblica e prodotto interno lordo è relativamente basso, il deficit complessivo è uno dei più ampi. Per quanto concerne i disavanzi del settore pubblico, un importante punto di svolta è costituito dalla prima crisi petrolifera che condusse nel 1974-75 a un brusco calo della domanda finale. A quell'epoca le autorità nella maggior parte dei paesi ebbero la tendenza ad accettare più ampi disavanzi come mezzo necessario per stabilizzare le rispettive economie e per evitare una recessione troppo severa. In alcuni casi si andò addirittura oltre, adottando provvedimenti fiscali specifici miranti a fornire un ulteriore sostegno contro il calo dell'attività economica. Ma, a prescindere dal tipo di reazione seguita allo shock iniziale, la dimensione del disavanzo pare comunque

essersi accresciuta in termini relativi. Nel contesto attuale tali ingenti deficit possono creare aspettative di una crescente inflazione nonostante gli sforzi delle autorità nel conseguire gli obiettivi monetari prefissati.

La maggiore imposizione fiscale e l'incertezza suscitata dall'inflazione hanno costituito una pesante ipoteca sull'attività di investimento. Anche se è difficile isolare l'impatto della componente ciclica, nello scorso decennio il tasso di crescita degli investimenti produttivi nei maggiori paesi industriali è stato inferiore alla metà di quello registrato nei precedenti venticinque anni. Questa caduta della spesa per investimenti è ancora più inquietante alla luce dell'enormità della ristrutturazione industriale necessaria per far fronte al più elevato costo dell'energia. Nonostante l'esigenza di stimolare gli investimenti per ristabilire il potenziale di crescita delle economie, gli sgravi fiscali orientati verso il lato dell'offerta presentano nel breve periodo il rischio di acuire l'inflazione. Un accresciuto livello di investimenti tenderà ad aumentare la produttività, ma tale miglioramento avrà luogo soltanto dopo un certo lasso di tempo, mentre l'espansione della spesa influirà immediatamente sulla domanda. Di conseguenza l'applicazione di politiche orientate all'offerta richiede una certa cautela affinché i progressi conseguiti nel rallentare l'inflazione non siano erosi o vanificati.

Non sarà né facile né indolore sottrarsi al giogo dell'inflazione. L'arma principale di qualsiasi attacco portato al processo inflazionistico continuerà ad essere rappresentata dagli strumenti tradizionali della gestione della domanda, ossia dalla politica monetaria e fiscale. Ma per ridurre gli ostacoli che si frappongono al successo di quest'azione possono rendersi necessari anche altri strumenti, come politiche relative ai redditi, al risparmio di energia e alla diversificazione delle sue fonti, nonché al quadro normativo. Potrà altresì contribuirvi un coraggioso ridimensionamento del ruolo svolto dallo Stato, anche se in ultima analisi è soltanto attraverso una generale consapevolezza dei costi dell'inflazione che si potrà ottenere l'appoggio dell'opinione pubblica per un ritorno alla stabilità dei prezzi. Al momento attuale è convinzione ampiamente diffusa che, pregiudicando la crescita della produttività, l'inflazione ha minato la capacità delle economie di soddisfare istanze sociali fra di loro concorrenti. Il problema primario degli anni ottanta concerne il mantenimento di questo sostegno alle politiche antinflazionistiche.

III. LA PRODUZIONE, L'OCCUPAZIONE E IL VINCOLO DELL'ENERGIA.

Il forte rincaro del petrolio e degli altri prodotti primari dalla fine del 1978 ha contribuito a determinare lo scorso anno una nuova fase recessiva nelle economie industriali dell'Occidente. Nella maggior parte dei paesi, nel corso dell'anno la produzione industriale ha segnato una flessione e si è accresciuta in media la disoccupazione. Nondimeno, la recessione è stata generalmente meno severa di quella prodottasi nel 1974-75.

In tale contesto le politiche di gestione della domanda sono state relativamente e appropriatamente restrittive, e tali permangono, anche se l'onere della stretta è ricaduto pesantemente sulla politica monetaria. Comunque, in termini di tempestività e di risolutezza della risposta, questo approccio per l'aggiustamento nel breve periodo al nuovo shock esterno dei prezzi è stato impiegato meglio che nel 1974-75. Come già è stato messo in luce nel capitolo precedente, esso ha anche ottenuto risultati positivi non trascurabili. Il presente capitolo prende in esame le altre forme di reazione alle due crisi petrolifere, nell'intento di determinare se e in quale misura si sono mosse anch'esse nella giusta direzione, in particolare per quanto concerne i requisiti a più lungo termine per una sana crescita economica.

Dopo aver preso in rassegna l'andamento della produzione e del mercato del lavoro, il capitolo passa ad un esame comparativo delle reazioni e degli aggiustamenti osservati nei paesi industriali nel contesto del secondo shock petrolifero. In primo luogo vengono considerate le risposte di politica fiscale, e quindi i risultati alquanto più positivi rispetto al 1974-75 in termini di profitti e di investimenti nel settore privato. Infine, dopo una breve valutazione dell'intensità relativa delle reazioni sul piano della domanda interna nei vari paesi, il capitolo si conclude con un'analisi del grave vincolo che la situazione energetica pone tuttora alle prospettive di ulteriore sviluppo e di riduzione della disoccupazione.

L'andamento della produzione.

Nell'insieme dei paesi industriali la crescita della produzione ha segnato lo scorso anno un netto rallentamento sotto l'influsso congiunto dei nuovi impulsi esterni dal lato dei prezzi e di risposte restrittive abbastanza uniformi da parte delle politiche della domanda. La produzione complessiva è probabilmente cresciuta di poco più dell'1%, rispetto al 3,3% nel 1979 ed al 3,9% nel 1978. Finora, tuttavia, l'impatto del secondo shock petrolifero è stato meno grave di quello del periodo 1974-75, durante il quale la produzione crebbe solo dello 0,6% nel primo anno e addirittura si contrasse dello 0,5% nel secondo. In particolare non si è ripetuta la violenta reazione a livello degli investimenti fissi privati e, più significativamente, nella costituzione di scorte. Si è altresì manifestato un comportamento più stabile da parte dei consumatori: la tabella a pagina 45 mostra, ad esempio, che la propensione al risparmio, pur rimanendo a livelli elevati nella maggior parte dei paesi, non è salita bruscamente come accadde dopo il 1973.

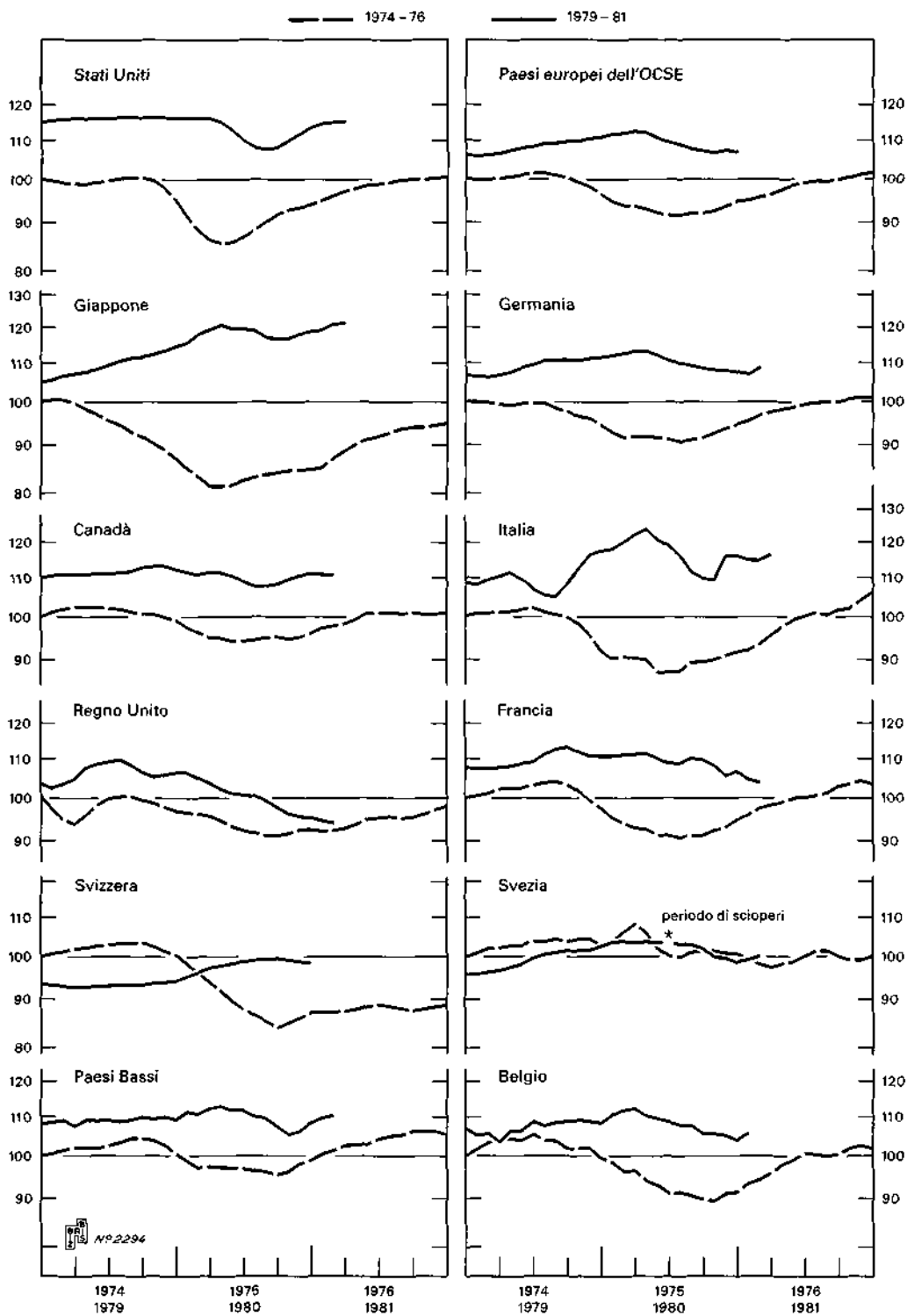
Maggiori paesi industriali:
dinamica del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti
e delle sue componenti.

Paesi	Anni	PNL a prezzi costanti	Consumi		Investimenti fissi lordi privati			Esporta- zioni	Importa- zioni	Variazio- ni delle scorte*
			privati	pubblici	escluse abita- zioni	abita- zioni	pubblici			
variazioni percentuali annue a prezzi costanti										
Stati Uniti	1977	5,5	4,9	3,2	11,9	18,4	- 6,5	2,8	7,8	0,9
	1978	4,8	4,7	1,5	9,1	3,0	6,2	12,6	12,8	1,0
	1979	3,2	2,9	2,4	6,5	- 5,3	- 5,6	15,2	6,0	0,7
	1980	- 0,2	0,4	3,1	- 3,0	- 18,6	1,3	9,7	- 0,1	- 0,2
	1980 IV	- 0,3	0,5	2,0	- 4,3	- 12,9	- 1,6	1,7	- 3,3	- 0,5
Giappone	1977	5,3	3,8	3,9	2,5	1,7	11,6	11,4	4,1	0,7
	1978	5,1	4,7	5,1	6,6	6,6	16,1	0,2	6,5	0,6
	1979	5,6	6,2	4,0	12,5	- 1,0	3,0	6,6	14,7	1,2
	1980	4,2	1,3	2,0	6,4	- 9,1	- 4,5	19,2	- 3,9	0,8
	1980 IV	3,5	1,2	2,8	5,7	- 10,5	- 2,2	14,5	- 7,7	0,1
Germania	1977	2,8	3,5	0,5	7,1	2,8	- 4,8	4,3	4,7	1,2
	1978	3,6	4,0	4,2	5,5	4,0	5,0	4,1	5,2	0,8
	1979	4,5	3,3	3,3	10,0	6,3	6,1	5,4	11,2	2,3
	1980	1,8	1,5	2,4	4,0	3,1	3,7	5,5	5,9	1,9
	1980 IV	- 0,5	1,1	0,8		- 0,7		2,0	1,3	1,5
Francia	1977	3,0	3,2	1,4	1,6	- 2,9	- 6,3	8,5	2,2	1,0
	1978	3,7	4,7	4,3	3,7	- 1,7	- 3,0	6,6	6,1	0,7
	1979	3,5	3,5	1,6	6,0	- 0,5	1,7	6,7	11,3	1,7
	1980	1,2	2,1	2,5	3,4	- 1,0	1,4	3,4	8,4	1,8
	1980 IV	- 0,4	1,8	2,9		- 1,5		1,7	5,2	1,6
Regno Unito	1977	1,0	- 0,6	- 1,2	8,1	- 6,5	- 13,1	6,7	1,2	1,2
	1978	3,6	6,0	2,1	10,3	14,3	- 8,6	1,8	3,9	0,8
	1979	1,1	4,7	2,0	2,7	- 13,6	- 4,0	2,1	11,1	1,4
	1980	- 1,4	0,6	2,1	1,8	- 14,2	- 5,6	0,4	- 3,5	- 1,6
	1980 IV	- 2,9	- 0,2	2,7	- 2,2	- 32,8	- 10,0	- 3,9	- 11,7	- 3,3
Italia	1977	1,9	2,3	2,3	- 0,9	1,2	- 0,7	6,6	- 0,2	1,2
	1978	2,7	3,0	2,3	- 0,1	1,2	- 2,0	10,1	8,1	0,9
	1979	4,9	5,3	1,6	7,9	3,0	3,0	9,1	13,8	1,7
	1980	4,0	4,4	2,0	13,4	3,8	7,1	- 4,3	7,9	3,6
	1980 IV	0,5		1,6		5,7		- 9,5	- 2,4	
Canada	1977	2,2	2,8	3,4	1,1	- 5,1	0,0	6,9	2,1	0,1
	1978	3,4	3,0	0,9	2,2	- 3,8	- 2,1	9,9	4,4	0,1
	1979	2,7	1,9	- 1,0	9,4	- 7,5	- 0,8	2,3	5,9	1,6
	1980	0,1	0,6	0,6	8,6	- 9,8	1,3	1,0	- 2,8	- 0,6
	1980 IV	0,7	2,3	2,1	7,1	- 8,7	1,0	4,5	1,7	- 1,6

* In percentuale sul PNL dell'anno precedente.

Sotto l'aspetto dell'andamento della produzione industriale, l'inizio della recessione presenta una notevole sincronia in tutto il mondo industrializzato e può essere situato verso la fine del primo trimestre del 1980. Sono tuttavia riscontrabili forti diversità nel suo profilo evolutivo fra gli Stati Uniti e gli altri paesi. Negli Stati Uniti la caduta dei livelli produttivi si è concentrata interamente nel secondo trimestre, durante il quale il prodotto nazionale lordo è sceso in ragione annua di quasi il 10%. A posteriori appare abbastanza chiaro che i provvedimenti di controllo del credito introdotti in marzo, allorché l'economia si trovava già in fase di indebolimento a causa dei tassi d'interesse eccezionalmente alti, devono aver contribuito in misura essenziale a determinare la caduta a picco della produzione. Nel periodo aprile-giugno il volume della spesa in beni di consumo durevoli si è contratto del 13% (in ragione trimestrale) ed il volume degli investimenti in

Produzione industriale nei due periodi di shock esterno dei prezzi.¹



¹ Medie mobili non centrate di tre mesi basate su dati destagionalizzati. Quarto trimestre 1973 = 100.

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 a prezzi costanti										
Austria	1977	4,4	4,3	6,8	3,7		4,7		5,2	8,8
	1978	1,0	0,9	- 2,2	3,5		- 4,7		6,1	- 1,4
	1979	5,1	3,6	4,7	3,0		4,2		9,1	11,1
	1980	3,6	3,1	1,6	2,0		4,4		9,3	7,9
Belgio	1977	0,7	0,7	2,0	3,3	- 1,8	1,8	0,4	13,2	15,3
	1978	3,0	3,1	2,7	6,5	1,0	6,4	- 4,0	4,3	4,4
	1979	2,1	1,8	4,6	2,7	3,9	- 12,5	13,4	10,4	13,9
	1980	1,7	1,3	1,6	1,0	10,8	- 0,9	11,7	8,5	8,4
Danimarca	1977	1,8	2,0	0,3	2,3	2,7	- 13,3	. ²	4,7	- 1,1
	1978	1,3	1,6	- 0,7	5,5	0,0	3,6	. ²	3,8	1,6
	1979	3,5	3,3	3,0	5,4	- 2,5	- 4,2	. ²	9,3	6,0
	1980	- 1,0	0,2	- 4,0	5,5	- 12,5	- 25,0	. ²	6,0	7,5
Finlandia	1977	0,4	1,8	- 1,4	4,1	- 10,6	5,0	- 0,1	9,4	- 6,2
	1978	2,3	2,7	2,6	3,8	- 14,1	- 1,7	0,8	8,1	- 3,1
	1979	7,2	2,1	5,0	3,3	9,8	- 3,5	0,8	8,6	16,4
	1980	4,9	7,1	2,6	3,5	17,9	3,1	3,8	9,0	11,6
Paesi Bassi	1977	2,4	3,0	4,4	3,2	18,4	15,9	- 11,6	- 1,8	2,9
	1978	2,5	2,1	3,9	3,6	6,2	2,7	- 2,5	3,1	6,4
	1979	2,2	2,8	2,2	2,9	3,8	- 5,2	- 5,7	7,7	5,8
	1980	- 0,3	0,0	0,0	1,0	- 1,5	3,3	- 1,3	- 0,5	- 0,3
Norvegia	1977	3,6	5,7	6,9	4,6	- 10,1	2,9	31,2 ³	3,6	3,4
	1978	4,5	6,7	- 1,6	5,7	- 23,0	9,1	- 3,5 ³	8,4	- 13,5
	1979	4,5	1,7	2,3	3,9	- 8,6	3,0	- 6,0 ³	2,5	- 0,7
	1980	3,8	1,2	1,7	4,2	3,8	1,1	- 0,3 ³	1,4	4,0
Spagna	1977	2,6	3,6	1,9	3,7		- 1,2		14,4	10,3
	1978	2,7	4,0	1,5	5,5		- 4,0		10,6	- 1,1
	1979	0,8	1,0	2,1	3,8		- 0,4		5,7	11,7
	1980	1,3	1,2	0,8	2,5		1,0		3,4	3,5
Svezia	1977	- 2,4	1,0	- 0,9	2,9	- 7,3	- 2,1	- 0,3	2,1	- 3,2
	1978	1,4	2,7	- 0,8	3,1	- 22,9	15,4	0,0	8,3	- 5,3
	1979	3,7	1,8	2,7	4,3	10,7	3,1	0,7	5,8	13,0
	1980	2,2	0,6	0,3	2,9	3,6	- 8,0	4,6	- 0,7	1,3
Svizzera	1977	2,8	3,0	3,0	0,5	0,3	7,5	. ²	9,3	8,5
	1978	0,3	0,0	2,2	1,0	4,3	13,7	. ²	4,1	11,4
	1979	2,5	0,7	1,1	1,3	3,5	12,0	. ²	3,8	6,9
	1980	2,8	3,3	2,2	1,0	11,5*	8,5*	. ²	5,0	7,0

* = stime.

¹ Variazione del prodotto nazionale lordo a prezzi costanti meno investimenti netti in scorte.

² Inclusi nel settore privato.

³ Comprende le imprese pubbliche.

abitazioni si è ridotto di ben il 20%. Parallelamente ad una caduta altrettanto brusca dei tassi d'interesse a breve, l'attività economica ha ripreso a crescere con inatteso vigore nella seconda parte dell'anno.

Per converso, in altri paesi la recessione si è sviluppata in modo più graduale. Inoltre, in molti casi essa era stata immediatamente preceduta da una crescita abbastanza sostenuta. Ad esempio, la produzione industriale del Giappone si era ampliata addirittura con ritmo crescente fino in prossimità del punto di svolta superiore. E anche nella successiva fase di rallentamento non vi è stato in

quest'occasione alcun importante calo assoluto dell'attività economica. Come si può rilevare dal grafico, ciò contrasta in modo assai netto con il calo di quasi il 20% fra i punti di massimo e di minimo registrato nel periodo 1974-75. Al marzo di quest'anno la produzione industriale segnava una leggera crescita su base annua. In effetti, grazie alla situazione assai migliore in termini di inflazione rispetto al precedente periodo critico, le autorità giapponesi hanno addirittura iniziato ad attuare provvedimenti di stimolo nel tentativo di ripristinare la tendenza ascendente della produzione. Ma esse rimangono finora le uniche ad aver intrapreso una politica orientata in tal senso.

Anche in Germania il massimo toccato nella primavera scorsa è stato preceduto da una crescita alquanto sostenuta; ma, in presenza di un ampio disavanzo della bilancia dei pagamenti, le autorità tedesche hanno evitato di contrastare la recessione mediante strumenti monetari. Anche i Paesi Bassi e il Belgio sono stati seriamente condizionati dalla situazione sia dei conti con l'estero sia della finanza pubblica. L'economia italiana, che aveva segnato una crescita di notevole vigore, sebbene irregolare, lungo tutto l'autunno e l'inverno 1979-80, è riuscita sinora a preservare i livelli di produzione molto meglio di quanto accadde nel 1974-75. Tuttavia, date le pressioni sul tasso di cambio sviluppatesi nei primi mesi del 1981, il governo è stato costretto ad introdurre una serie di provvedimenti restrittivi. Nell'ambito dei paesi industriali soltanto l'economia svizzera non ha segnato alcun rallentamento dello sviluppo lo scorso anno; anzi, la crescita di circa il 2,75% nel 1980 si situa leggermente al disopra di quella dell'anno precedente, pari al 2,5%.

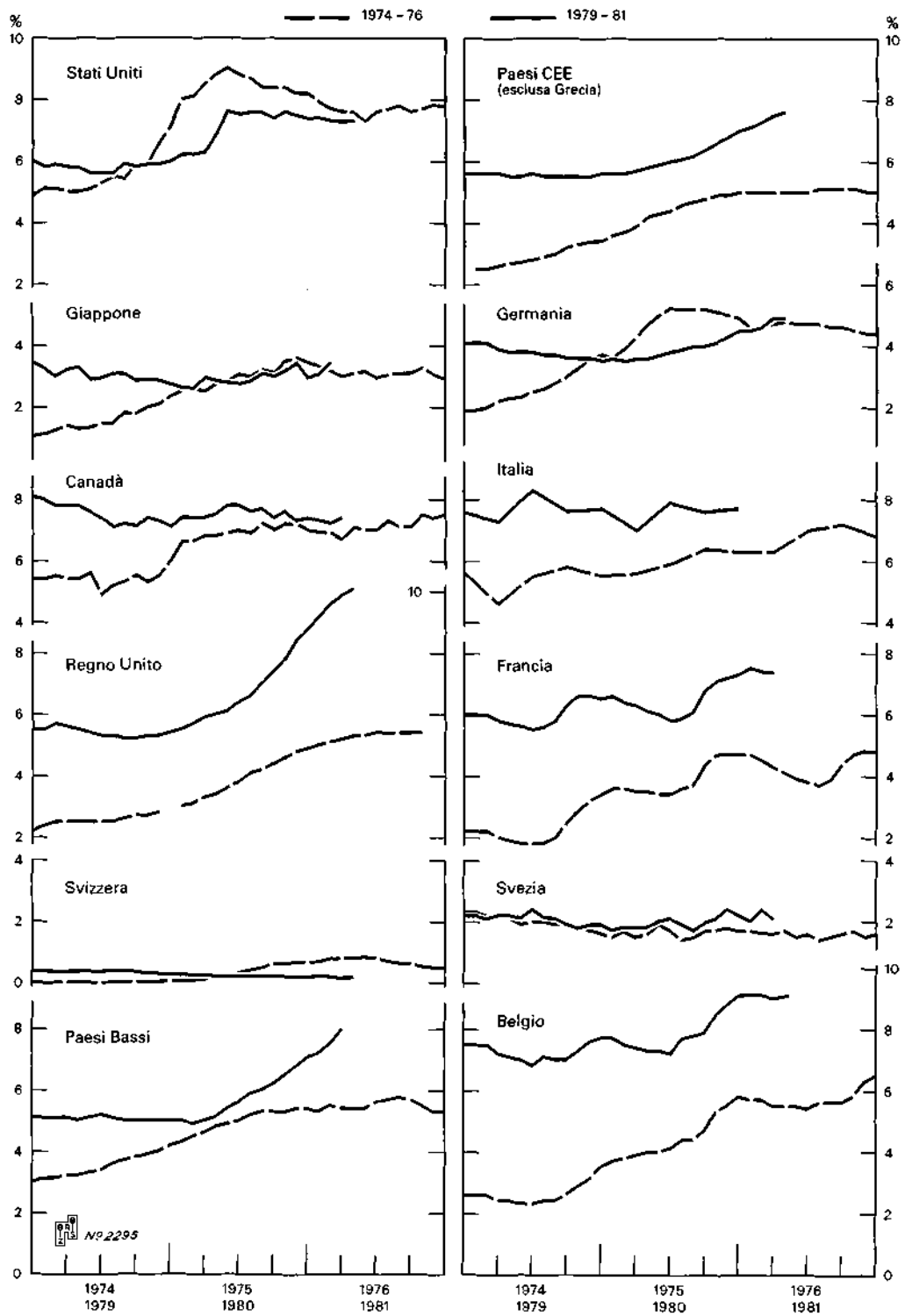
Il Regno Unito costituisce a questo riguardo un caso piuttosto singolare. Benché l'economia britannica sia stata più o meno immune dagli effetti diretti del nuovo shock del petrolio grazie alla propria autosufficienza, la recessione si sta dimostrando notevolmente più grave che altrove. Essa ha anche preso avvio più precocemente, come si rileva nel grafico dal calo della produzione industriale che dura ormai da quasi due anni. Si consideri poi che tale indice comprende la crescente produzione di greggio del Mare del Nord, sicché per la sola industria manifatturiera la recessione risulta ancora più grave. A febbraio la produzione dell'industria di trasformazione presentava una contrazione di circa il 15% nell'arco di un anno e un calo complessivo del 20% rispetto al precedente massimo. In termini di prodotto nazionale lordo la flessione dell'1,5% dello scorso anno (del 3% se calcolata sui dati dei trimestri finali) è la più grave del periodo postbellico.

L'andamento del mercato del lavoro.

Nel corso del 1980 la disoccupazione ha ripreso ad accrescersi in modo pressoché generale. L'incremento del numero di occupati ha subito un rallentamento, ma solo in alcuni paesi, come Belgio, Paesi Bassi e Regno Unito, il livello medio dell'anno è sceso al disotto di quello del 1979. Nel contempo è tuttavia rallentata la crescita della produttività, in gran parte per cause congiunturali, con risultati particolarmente deludenti nell'America del Nord e nel Regno Unito.

Negli Stati Uniti, durante il secondo trimestre la disoccupazione ha segnato un brusco aumento, seguito peraltro da un graduale recupero nei mesi successivi, senza tuttavia mai toccare gli elevati livelli del 1974-75. In Canada, dove la seconda crisi petrolifera è intervenuta in presenza di una percentuale di disoccupati ben più

Tassi di disoccupazione nei due periodi di shock esterno dei prezzi.*



*Per il Giappone è riportato il rapporto fra disoccupati e offerte di posti di lavoro.

elevata che agli inizi della prima, la disoccupazione è nel complesso diminuita nel corso degli ultimi due anni. In Giappone la costante crescita della produzione durante tutto il 1979 e nei primi mesi del 1980 è rispecchiata dal miglioramento nel rapporto fra l'offerta e la domanda di lavoro (preferibile, come indicatore del mercato del lavoro giapponese, alle statistiche ufficiali sulla disoccupazione), benché sia osservabile un certo peggioramento a partire da metà anno in seguito al cambiamento di tendenza della produzione.

Il quadro è alquanto diverso in Europa, poiché la disoccupazione aveva mediamente continuato ad accrescersi nel periodo fra le due crisi petrolifere. Per i paesi della CEE, ad esempio, il tasso medio di disoccupazione agli inizi del 1979 era superiore di circa 3 punti percentuali a quello della fine del 1973. Questa crescita di lungo periodo è stata particolarmente marcata in Belgio, Francia e Danimarca. In questi paesi, così come nel Regno Unito, vi è stato inoltre un nuovo incremento della disoccupazione nel corso del 1980.

In Germania, d'altro canto, la disoccupazione non è finora salita ai livelli della prima crisi petrolifera. Anzi, lungo tutto il 1979 e fino ai primi mesi del 1980, essa era leggermente discesa. Il fenomeno è dovuto in parte al fatto che le forze di lavoro indigene sono aumentate in misura assai modesta nel corso dell'ultimo decennio, e che molti lavoratori stranieri hanno fatto ritorno in patria durante la prima crisi petrolifera. Tuttavia, verso la metà dello scorso anno ha preso avvio una tendenza ascendente, che fino ad oggi ha fatto salire il tasso a circa il 5%, da un minimo del 3,5% toccato nel febbraio 1980. Anche in Svizzera le forze di lavoro hanno segnato una contrazione, e in questo caso la partenza di lavoratori stranieri è stata relativamente più consistente, soprattutto nel 1974-75. Tuttavia l'attività economica è rimasta a livelli sostenuti anche nel 1980, e verso la fine dell'anno il mercato del lavoro dava segni di tensione. In Svezia la disoccupazione è parimenti rimasta bassa in termini relativi, benché per differenti ragioni. Durante la prima crisi petrolifera l'attività economica era stata mantenuta deliberatamente ad un livello alquanto elevato e da allora il governo è intervenuto in modo consistente per comprimere il tasso di disoccupazione mediante programmi di riqualificazione, sussidi in favore dell'occupazione ed altre forme di assistenza all'industria. In vario grado nei paesi europei e in Canada i governi hanno proseguito, e in alcuni casi intensificato, gli interventi diretti per combattere la disoccupazione, spesso con l'obiettivo specifico di migliorare la posizione dei giovani.

Tuttavia, nonostante la diffusa volontà di sostenere l'occupazione direttamente — anche se su scala limitata — è evidente che nella maggior parte dei paesi le autorità non intendono conseguire questo obiettivo facendo ricorso in modo più generale a politiche monetarie e fiscali. Quanto meno, esse non sono disposte a farlo impostando tali politiche secondo i criteri tradizionali di stimolo dell'economia. Al contrario, per quanto riguarda molti governi, pare attualmente prevalere la convinzione che una gestione restrittiva della domanda offra la principale — e fors'anche unica — speranza di un graduale ritorno a più soddisfacenti livelli di occupazione attraverso la sconfitta dell'inflazione.

Indipendentemente dagli strumenti prescelti, in molti paesi qualsiasi tentativo di affrontare la disoccupazione incorre potenzialmente nel problema dell'evoluzione passata e futura delle forze di lavoro (vedasi tabella a pagina 36). L'ultimo decennio ha fatto segnare un forte incremento delle forze di lavoro negli Stati Uniti e

Occupazione, disoccupazione e forze di lavoro, 1970-80.

Paesi	1970-75			1975-80			1970-80		
	Occupa- zione	Disoccu- pazione	Forze di lavoro	Occupa- zione	Disoccu- pazione	Forze di lavoro	Occupa- zione	Disoccu- pazione	Forze di lavoro
	variazioni percentuali*								
Stati Uniti	+ 7,8	+ 3,6	+ 12,0	+ 14,7	- 1,4	+ 13,1	+ 23,7	+ 2,2	+ 26,6
Giappone	+ 2,5	+ 0,7	+ 3,3	+ 6,0	+ 0,1	+ 6,1	+ 8,7	+ 0,8	+ 9,6
Germania	- 5,2	+ 4,0	- 1,7	+ 1,6	- 0,9	+ 0,8	- 3,8	+ 3,1	- 0,9
Francia	+ 1,7	+ 1,5	+ 3,5	+ 2,3	+ 2,6	+ 4,8	+ 4,1	+ 4,1	+ 8,5
Regno Unito	+ 0,9	+ 1,3	+ 2,1	- 0,9	+ 2,9	+ 2,3	+ 0,1	+ 4,2	+ 4,5
Italia	+ 2,4	+ 0,5	+ 2,5	+ 5,0	+ 1,7	+ 7,3	+ 7,5	+ 2,2	+ 10,0
Canada	+ 17,2	+ 1,1	+ 18,8	+ 14,8	+ 0,5	+ 15,5	+ 34,6	+ 1,6	+ 37,3
Belgio	+ 2,2	+ 2,4	+ 4,9	+ 1,2	+ 4,2	+ 4,7	+ 3,5	+ 6,6	+ 9,8
Paesi Bassi	- 0,7	+ 4,1	+ 2,5	+ 2,2	+ 0,6	+ 3,0	+ 1,4	+ 4,7	+ 5,6
Svezia	+ 5,4	+ 0,1	+ 5,5	+ 4,2	+ 0,4	+ 4,6	+ 9,8	+ 0,5	+ 10,4
Svizzera	- 3,4	+ 0,3	- 3,1	- 0,4	- 0,1	- 0,4	- 3,8	+ 0,2	- 3,5

*Per l'occupazione e le forze di lavoro, variazioni percentuali nel periodo considerato. Per la disoccupazione, variazioni assolute del tasso di disoccupazione.

un'espansione ancora più spettacolare in Canada. In entrambi i casi i fattori determinanti sono stati il crescente numero dei giovani in cerca di prima occupazione e un forte aumento tendenziale nella propensione delle donne sposate ad entrare nel mercato del lavoro. Si è pertanto dimostrata notevole negli ultimi dieci anni la capacità delle economie nord-americane di offrire nuovi posti di lavoro. Anche in Europa vi è un certo numero di paesi le cui economie, nonostante le difficoltà del trascorso decennio, sono state in grado di offrire un crescente numero di posti di lavoro. La tabella mostra come ciò sia valido in modo particolare per la Svezia, l'Italia e la Francia. In Giappone l'occupazione è cresciuta quasi del 9% fra il 1970 e il 1980. E' importante tenere presente questi aspetti allorché si intende valutare i risultati complessivamente conseguiti dalle economie sul fronte della disoccupazione.

La dinamica delle forze di lavoro può altresì avere avuto un certo influsso sulle recenti tendenze della produttività globale (vedasi tabella seguente), pur non essendone ovviamente l'unica determinante. E' comunque un fatto di rilievo che un andamento particolarmente deludente della produttività sia riscontrabile di recente negli Stati Uniti e in Canada. Al tempo stesso, tuttavia, il prevedibile rallentamento nella crescita delle forze di lavoro in questi due paesi, unitamente alla graduale acquisizione di capacità ed esperienze professionali da parte dei nuovi occupati fa sperare in un progressivo miglioramento della crescita tendenziale della produttività.

In altri paesi il rallentamento della crescita produttiva si è accompagnato a quello della produttività globale. In Giappone e in Italia, dove la produzione si è mantenuta a livelli abbastanza sostenuti - quanto meno nella prima parte dell'anno - la produttività è salita rispettivamente del 3,1 e del 2,6%; questi valori di per sé soddisfacenti non rappresentano tuttavia che un terzo e la metà rispettivamente di quelli medi degli anni sessanta e dei primi anni settanta. All'estremità opposta, la gravità della recessione in corso nel Regno Unito è stata tale da determinare un calo assoluto nel prodotto nazionale lordo per occupato, nonostante la crescente produzione petrolifera e la diminuzione dell'occupazione di quasi il 2% nel 1980.

Andamenti della produttività globale.*

Paesi	1960-73	1973-76	1977	1978	1979	1980
	variazioni medie annue in percentuale					
Stati Uniti	2,1	0,0	1,9	0,1	0,5	- 0,4
Giappone	9,1	2,4	3,9	3,8	4,2	3,1
Germania	4,5	4,8	3,0	3,0	3,2	1,1
Francia	4,7	3,1	1,3	3,3	3,4	1,0
Regno Unito	3,0	1,0	0,7	2,0	- 0,2	- 0,3
Italia	5,7	0,7	0,8	2,2	3,7	2,6
Canada	2,5	0,8	0,4	0,0	- 1,2	- 2,6
Belgio	4,3	2,8	0,9	3,0	1,0	0,6
Paesi Bassi	4,0	2,8	2,2	2,1	1,3	- 1,0
Svezia	3,3	0,9	- 2,7	1,0	2,1	1,0
Svizzera	2,9	0,6	2,6	- 0,3	1,8	1,3

*Prodotto nazionale (o interno) lordo a prezzi costanti rapportato agli occupati (esclusi i militari).

D'altro canto, nell'industria manifatturiera la compressione dei profitti è stata presumibilmente così accentuata da tradursi in una netta contrazione del numero medio delle ore lavorate. Pertanto, in termini di produzione oraria per addetto, il 1980 ha fatto segnare solo una leggera flessione della produttività.

Le prospettive circa l'andamento futuro della produttività sono contrastanti. Da un lato, una ripresa ciclica della produzione, anche se lenta e moderata, dovrebbe comportare un netto miglioramento nella maggior parte dei paesi. Dall'altro, i livelli generalmente più bassi degli investimenti fissi industriali nell'ultimo decennio hanno senza dubbio ridotto il potenziale produttivo di molte economie e minacciano di creare un preoccupante squilibrio fra l'offerta di lavoro e l'offerta di capitale. Vari paesi europei devono inoltre affrontare il problema derivante dal fatto che un ulteriore allargamento della quota dei giovani sul totale delle forze di lavoro tenderà ad aggravare gli effetti sulla produttività derivanti dalla bassa crescita tendenziale dell'investimento, dall'alto costo dell'energia e da uno sviluppo generale inevitabilmente lento. Data una tale situazione, in molti paesi vengono considerati con crescente attenzione i problemi inerenti al settore pubblico e ai modi in cui la politica fiscale può contribuire ad ampliare lo spazio e gli incentivi a favore dell'investimento privato.

La politica fiscale.

In un contesto mondiale di "stagflazione", con elevati tassi d'inflazione e livelli di attività economica oscillanti intorno a valori di lento sviluppo, diventa oltremodo difficile una valutazione dell'orientamento di politica fiscale. In talune occasioni, come ad esempio in concomitanza delle due crisi petrolifere, il calo di attività nel settore privato può essere tale da legittimare, almeno per un certo periodo, un'espansione compensativa della politica di disavanzo del settore pubblico. Così fu senza dubbio dopo il primo shock petrolifero, allorché la gravità della recessione giustificò un deciso peggioramento dei bilanci pubblici. A prescindere dall'importante eccezione costituita dagli Stati Uniti, sorprendentemente

a tale peggioramento non ha in genere fatto seguito una fase di inversione, e in alcuni paesi, come Svezia, Danimarca, Paesi Bassi, Belgio e Giappone, il deficit di bilancio della pubblica amministrazione si è ulteriormente accresciuto in percentuale del prodotto nazionale. Vi è pertanto il timore che il perdurare degli ampi disavanzi abbia alimentato e possa ulteriormente aggravare il processo inflazionistico. Al tempo stesso, alcuni osservatori hanno avanzato l'ipotesi che ampi e durevoli disavanzi possano in parte esercitare un effetto di "spiazzamento" sull'attività del settore privato, malgrado i livelli generalmente elevati di disoccupazione ed il sottoutilizzo di capacità produttiva. Infine, sulla scia dell'ultimo rincaro del petrolio molti paesi si sono sforzati di limitare le conseguenze negative sulla bilancia dei pagamenti, che costituiscono l'inevitabile contropartita della nuova eccedenza dell'OPEC.

In presenza di persistenti e ampi disavanzi nel settore pubblico, diviene sempre meno agevole discernere qual è l'orientamento effettivo della politica fiscale. Ad esempio, in quale misura i disavanzi compensano puramente l'erosione prodotta dall'inflazione sul valore reale delle attività finanziarie del settore privato? E fino a che punto tale "compensazione" dipenderebbe dai tentativi del settore privato di preservare la propria ricchezza in termini reali aumentando la quota di risparmio finanziario? E ancora, qual è l'entità dell'aggiustamento appropriata in relazione alla situazione ciclica? Quest'ultimo interrogativo comporta a sua volta una duplice valutazione: quale tasso di disoccupazione può essere ora ragionevolmente assunto nel calcolo di un bilancio di pieno impiego? E, dopo oltre un decennio di ampi disavanzi, è lecito ipotizzare che siano ancora all'opera effetti congiunturali e non piuttosto cambiamenti nelle tendenze di lungo periodo? In sintesi, è difficile giudicare, dopo un periodo così lungo, in quale misura i deficit di bilancio compensino semplicemente l'elevata propensione al risparmio del settore privato ed i "giustificati" disavanzi esterni dovuti all'importazione di petrolio, e in quale misura per contro non siano divenuti essi stessi la causa dei fenomeni che avrebbero dovuto controbilanciare. Se a tutto ciò si aggiunge il fatto che gli ampi deficit in termini nominali rendono senza dubbio più difficoltosa la condotta della politica monetaria, soprattutto a causa dei loro effetti perturbatori sui mercati finanziari e sui tassi d'interesse, non desta sorpresa che tali disavanzi siano ormai riguardati con un atteggiamento critico che va oltre la tradizionale diffidenza.

Alla luce dei problemi suesposti, nella formulazione dei programmi di politica fiscale hanno recentemente assunto un ruolo assai più rilevante altre considerazioni di più lungo termine, e le proposte della nuova Amministrazione degli Stati Uniti ne costituiscono un'importante riprova. Il "neo-conservatorismo", pur non trascurando ovviamente il disavanzo, pone tuttavia maggiore attenzione sulla dimensione assoluta dei due lati del bilancio. In certa qual misura ciò non costituisce una novità. Ad esempio, nei Paesi Bassi e altrove si è dibattuto per diversi anni sul livello del carico tributario complessivo. In tale dibattito si dava particolare risalto agli effetti della tassazione sul processo di contrattazione salariale e alla possibile esistenza di spinte sui costi provenienti dall'imposizione fiscale. Tuttavia, il campo di osservazione si è ora ampliato e comprende altresì gli effetti più generali della tassazione sugli incentivi al lavoro, al risparmio e all'investimento. Dal lato della spesa si ritiene che le forti erogazioni per prestazioni sociali e, in generale, l'ampiezza del settore statale abbiano raggiunto dimensioni tali da divenire controproducenti.

Indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche.¹

Paesi	1970-73	1974-76	1977	1978	1979	1980
	in percentuale del PNL: valori medi annui					
Stati Uniti	0,2	-1,5	-1,0	-0,0	0,5	-1,2
Giappone	1,0	-2,0	-3,8	-5,5	-4,7	-4,0
Germania	0,2	-3,6	-2,4	-2,7	-2,9	-3,5
Francia	0,8	-0,7	-0,8	-1,8	-0,6	0,3
Regno Unito	-0,3	-4,6	-3,4	-4,3	-3,3	-3,7
Italia	-7,4	-9,6	-7,9	-9,7	-9,4	-7,9
Canada	0,5	-0,8	-2,6	-3,1	-1,8	-2,3
Belgio	-2,2	-4,2	-5,7	-6,2	-6,7	-8,8
Paesi Bassi	-0,1	-1,7	-1,5	-2,1	-3,0	-3,3
Svezia ²	4,9	3,0	2,0	-0,1	-2,8	-3,5
Danimarca	3,7	0,7	-1,7	-2,2	-3,3	-3,3
Norvegia	4,4	3,9	1,7	0,6	1,7	5,1

¹ Le cifre negative indicano un indebitamento netto, ossia una posizione di disavanzo. Le amministrazioni pubbliche comprendono l'amministrazione centrale, regionale e locale e gli enti di previdenza e di assistenza sociale, ma non le imprese pubbliche. L'indebitamento netto esclude le operazioni di natura puramente finanziaria del settore pubblico e in alcuni paesi esso è assai inferiore al fabbisogno (lordo) del settore pubblico. ² Comprende l'Ente nazionale di previdenza sociale.

A prima vista il mutamento di indirizzo intervenuto nel 1979 nel Regno Unito e le più recenti proposte negli Stati Uniti paiono avere molti punti in comune a tale riguardo. Tuttavia differiscono alquanto sia le circostanze, sia il tipo di impostazione. Nel caso del Regno Unito il tentativo di ridurre la dimensione del bilancio era connesso ad un presunto controllo rigido di aggregati nominali, quali l'offerta di moneta ed il fabbisogno del settore pubblico. Qualora la virulenta inflazione britannica non fosse rapidamente calata per l'effetto congiunto di forze connesse alle aspettative e al lato dell'offerta, essa avrebbe dovuto essere ridotta dal rallentamento dell'attività economica. Nel caso degli Stati Uniti pare sussistere una maggiore fiducia negli effetti antinflazionistici di un'azione orientata verso il lato dell'offerta, e viene quindi fatto maggiore assegnamento sugli sgravi fiscali quale strumento valido di per sé. Soprattutto se si dimostrasse difficile realizzare i corrispondenti tagli di spesa, si potrebbe affermare che, mentre nel Regno Unito i rischi sono di natura deflazionistica, per gli Stati Uniti i pericoli potrebbero essere di natura opposta. In questo caso potrebbe accrescersi ulteriormente il peso attribuito alla politica monetaria.

Nelle proposte originarie contenute nel Bilancio unificato degli *Stati Uniti* la precedente Amministrazione aveva previsto un disavanzo di \$29 miliardi per l'esercizio finanziario 1980 (ottobre 1979-settembre 1980). Questa cifra implicava, nell'ipotesi di occupazione costante, una riduzione di circa \$15 miliardi rispetto all'esercizio precedente. Tuttavia il deficit effettivo è stato di \$59 miliardi. E poiché lo sconfinamento, da imputare principalmente al lato delle uscite, è attribuibile solo in parte ad una congiuntura economica più debole del previsto, nel 1980 la politica fiscale è risultata essere espansiva.

Anche per quanto riguarda l'esercizio in corso, iniziato nell'ottobre 1980, è probabile che si produca un superamento delle cifre originariamente previste. Il

disavanzo del Bilancio unificato per l'anno, attualmente stimato in \$55 miliardi, rispecchia ancora una volta l'operare degli stabilizzatori automatici durante un periodo di più debole attività economica. Esso deriva altresì da esborsi superiori al previsto per il pagamento di interessi passivi e dal fatto che le erogazioni previdenziali sono collegate a un indice dei prezzi che comprende i tassi d'interesse ipotecari. A ciò si aggiunge il notevole aumento delle spese militari, salite in parte al di là dei programmi originari. Tuttavia, in seguito alla brusca caduta della produzione nel secondo trimestre, nel mese di agosto il Presidente Carter aveva proposto un pacchetto di importanti provvedimenti di stimolo destinati ad avere effetto quest'anno. Ciononostante, in ipotesi di occupazione costante, era pur sempre previsto un aumento dell'eccedenza di bilancio per entrambi gli esercizi finanziari 1981 e 1982. L'orientamento di politica fiscale ereditato dalla nuova Amministrazione risultava, in base ai criteri tradizionali, ancora leggermente restrittivo in termini di fase congiunturale. In particolare, all'inizio del 1981 entrava in vigore una forte maggiorazione dei contributi previdenziali.

La nuova Amministrazione del Presidente Reagan ha proceduto rapidamente ad apportare importanti modifiche a questo quadro fiscale. Tuttavia, con la proposta di notevoli decurtazioni dal lato sia delle entrate sia delle uscite (rispettivamente \$54 miliardi e oltre \$41 miliardi per l'esercizio 1982) il Presidente ha quanto meno respinto le forme più estreme dell'"economia dell'offerta". Nondimeno, prevedendo un disavanzo di \$45 miliardi del Bilancio unificato per l'esercizio 1982, i calcoli paiono implicare una certa risposta specifica dal lato dell'offerta in aggiunta ad un ampliamento della domanda. Il programma prevede ulteriori forti riduzioni della spesa e sgravi fiscali negli anni successivi, in connessione a una crescita economica compresa fra il 4 ed il 5% annuo, un'ulteriore flessione dell'inflazione e un bilancio in pareggio per l'esercizio finanziario 1984.

Alcuni osservatori critici hanno affermato che la nuova Amministrazione sta facendo eccessivo assegnamento su un tipo di approccio finora intentato. Tuttavia è forse più importante riconoscere che il programma americano costituisce l'ulteriore riprova di un distacco rispetto all'eccessiva fiducia precedentemente riposta nelle tradizionali politiche di gestione della domanda. Nel Capitolo II si è già fatta menzione dei crescenti costi che comporta un'azione antinflazionistica basata solo su questi mezzi, e le pagine che seguono indicheranno che ciò vale anche a riguardo del problema dell'energia. In questo senso il programma Reagan va accolto con favore per il suo orientamento di lungo periodo per quanto concerne investimento, produttività e incentivi. Sorgerebbe tuttavia un serio dilemma qualora il potere legislativo dovesse rispondere più favorevolmente agli sgravi fiscali che alle decurtazioni di spesa. In tal caso si dovrà decidere se correre il rischio di un più ampio disavanzo di bilancio, oppure revocare del tutto o in parte le proposte di sgravi fiscali che costituiscono uno degli elementi di punta dell'approccio orientato all'offerta.

Passando a considerare il Giappone, si può osservare che nel 1980 è stato parzialmente allentato l'indirizzo fiscale restrittivo adottato di fronte al secondo shock petrolifero. In presenza di un certo rallentamento congiunturale e di un aggiustamento dell'economia più soddisfacente di quello realizzato durante la prima crisi petrolifera, in settembre il governo ha introdotto una serie di provvedimenti comprendenti un deciso potenziamento temporaneo delle spese per lavori pubblici

precedentemente differite. E' stato altresí deciso di sussidiare determinate forme di investimento, e in particolare quelle connesse al risparmio di energia. Ciononostante, l'orientamento della politica fiscale rimaneva nel complesso deflazionistico, e per l'esercizio finanziario 1981-82 (da aprile a marzo) il bilancio originario prevedeva un ulteriore e piú netto calo del disavanzo in rapporto al prodotto nazionale lordo. Questo atteggiamento è stato tuttavia nuovamente mitigato nel marzo di quest'anno, nell'intento di assicurare il conseguimento dell'obiettivo di crescita economica del 5,3%. In aggiunta a un ulteriore abbassamento del tasso ufficiale di sconto, è stata accelerata la spesa per l'esecuzione di lavori pubblici, disponendo che il 70% degli appalti di competenza del corrente anno finanziario sia assegnato nei primi sei mesi dell'esercizio iniziato il 1° aprile. E' stata ulteriormente incoraggiata l'edilizia abitativa, cosí come il potenziamento della produzione di energia elettrica. Il Giappone pare essere l'unico paese maggiore che stia attualmente tentando di conseguire un obiettivo di crescita quantificato con l'impiego di stimoli fiscali *ad hoc*, ma è degno di nota il fatto che l'accento è stato posto sul settore dell'investimento.

In *Germania*, lo scorso anno la politica fiscale è risultata essere pressappoco neutra, anziché leggermente restrittiva come era stato programmato. Il disavanzo di bilancio in rapporto al PNL è aumentato dal 1978 parallelamente ad una leggera flessione della disoccupazione. Ciò fa supporre che, quanto meno nel corso della piú recente crisi petrolifera, la politica fiscale tedesca sia stata moderatamente espansiva, in contrasto con l'orientamento adottato nella maggior parte degli altri paesi. Una spiegazione parziale risiede ovviamente nei provvedimenti espansivi di bilancio già adottati a seguito del vertice di Bonn del 1978, prima del sopraggiungere del secondo shock petrolifero. Occorre però aggiungere che nel 1980 anche la spesa pubblica ha superato le cifre previsionali. Inoltre, nel mese di luglio il Parlamento ha approvato un programma di alleggerimento fiscale la cui proposta risale al dicembre 1979. Poiché tuttavia gli effetti di questa decisione sono stati compensati da tagli di spesa e da aumenti delle imposte indirette sul petrolio e sull'alcool, l'indirizzo della politica fiscale tedesca, come quello della maggior parte degli altri paesi, può essere considerato restrittivo.

In *Francia* il governo ha chiaramente adottato una politica fiscale restrittiva in risposta all'ultimo rincaro del petrolio. Il saldo finanziario delle amministrazioni pubbliche è migliorato in misura dell'1% del PNL, mentre si è accresciuta la disoccupazione. Tuttavia, nel corso del 1980 si è manifestato un certo progressivo allentamento. In settembre è stato introdotto un aumento temporaneo di determinate provvidenze sociali unitamente a sgravi fiscali in favore degli investimenti. Come previsto, è stata inoltre revocata, con effetto dal febbraio 1981, la maggiorazione speciale di un punto percentuale dei contributi sociali. Il bilancio di previsione per il corrente esercizio finanziario mira a ridurre il disavanzo e a stabilizzare il carico fiscale. Piú di recente, tuttavia, i governi francese e tedesco hanno annunciato l'intenzione di raccogliere congiuntamente fondi all'estero destinati a investimenti nel settore dell'energia. Inoltre è probabile che il governo francese autorizzi un certo ammontare di spesa a fronte di un fondo anticongiunturale. Sommate assieme queste iniziative comportano un leggero rilassamento della politica fiscale rispetto ai programmi originari. L'avvento della nuova Amministrazione francese potrebbe tuttavia apportare un cambiamento a questo quadro d'insieme.

Fra gli altri paesi maggiori, il *Canada* e l'*Italia* presentano per gli ultimi due anni un indirizzo di politica fiscale notevolmente più restrittivo che durante il periodo 1974-75. Per quanto concerne il *Canada*, un'ulteriore stretta deriva per il corrente anno dall'effetto congiunto del bilancio di ottobre e del Programma energetico nazionale. In *Italia*, in presenza di pressioni sul tasso di cambio, nel marzo di quest'anno è stata introdotta un'ampia gamma di provvedimenti restrittivi. Nei paesi industriali minori la politica fiscale ha generalmente seguito un corso restrittivo, particolarmente nei Paesi Bassi e in Belgio, sotto la spinta del peggioramento della finanza pubblica e dei conti con l'estero. Per quanto riguarda i Paesi Bassi, il 25 marzo di quest'anno è stata introdotta una serie di provvedimenti aggiuntivi di emergenza miranti a ridurre il disavanzo di bilancio in misura equivalente allo 0,75% del PNL. In Belgio un analogo pacchetto di misure restrittive ha incontrato una decisa opposizione politica che ha condotto alla caduta del governo. Anche in Svezia e in Danimarca sono stati applicati di recente alcuni provvedimenti restrittivi.

Infine, di particolare interesse risulta ancora una volta il caso del *Regno Unito*. E' opportuno rammentare che il bilancio del marzo 1980 varava una strategia finanziaria per la riduzione nel medio periodo dell'inflazione, imperniata sulla diminuzione progressiva del tasso di crescita dell'offerta di moneta in senso ampio. Alla politica fiscale veniva assegnato un importante ruolo complementare nel raggiungimento di tale obiettivo, e corrispondentemente il fabbisogno del settore pubblico in rapporto al PNL doveva essere ridotto al 3,75% nel 1980-81 e all'1,5% nel 1983-84.

Di fatto, tuttavia, sia l'offerta di moneta in senso ampio sia il fabbisogno del settore pubblico sono risultati di gran lunga superiori ai rispettivi obiettivi. L'offerta di moneta si è infatti dilatata del 20% ed il fabbisogno finanziario è ammontato a £ 12,5 miliardi, ossia al 5,5% del PNL. Nondimeno, l'economia ha segnato una recessione che non ha riscontro fin dagli anni trenta.

Tale contraddizione fra un indirizzo che appare permissivo e la forte contrazione dell'attività economica trova in gran parte spiegazione nella mutevole combinazione delle politiche, nel forte apprezzamento della sterlina e nella rigidità verso il basso delle retribuzioni. Per quanto concerne la politica di bilancio, il fabbisogno del settore pubblico, soprattutto a causa di sconfinamenti dal lato della spesa, ha superato la cifra prevista per ben £ 4 miliardi, di cui forse la metà circa indotti dalla recessione. Anche per tale ragione i tassi d'interesse sono rimasti a livelli relativamente elevati, contribuendo assieme ad altri fattori all'apprezzamento della sterlina. Di conseguenza si sono prodotti forti effetti di "spiazzamento" a danno del settore delle imprese, benché le esportazioni in volume abbiano continuato a reggere bene. Poiché i salari hanno proseguito la loro rapida crescita, l'onere è ricaduto sulla redditività e sulla posizione finanziaria delle società. In reazione a tali sviluppi le imprese del settore manifatturiero hanno drasticamente ridotto le scorte, l'occupazione e, in misura crescente, anche gli investimenti fissi; al tempo stesso esse hanno contribuito a determinare un'insolita crescita di M_3 , concentrando la loro raccolta di fondi presso il sistema bancario. La lenta espansione della moneta in senso stretto (M_1) e la forza della sterlina sono forse gli aspetti più sintomatici della severità della stretta.

Non vi sono dubbi che l'azione del governo ha ottenuto un netto calo del tasso d'inflazione, anche se l'onere maggiore della stretta è ricaduto sul settore delle

imprese. Da un massimo di oltre il 20% il tasso annuo d'inflazione è sceso all'attuale 12,5% e sta ulteriormente calando. Pur tuttavia, in reazione agli sconfinamenti di bilancio e nonostante la recessione, il governo ha introdotto nuovi forti aumenti tributari ed ha apportato alcuni tagli alla spesa, dapprima in novembre e quindi nuovamente nel marzo di quest'anno. Questi provvedimenti erano richiesti dalla strategia finanziaria a medio termine, considerata la probabilità di un ulteriore ampio superamento degli obiettivi.

L'insuccesso nel ridurre in misura sufficiente la spesa pubblica nei due ultimi anni ha pertanto comportato un temporaneo abbandono di gran parte della politica orientata all'offerta nel far fronte ai problemi dell'economia britannica, dinnanzi all'esigenza primaria di rientrare nei limiti fissati come obiettivo per l'offerta di moneta ed il fabbisogno finanziario. Peraltro, il settore privato è stato sottoposto ad un aggravio eccessivo. E' auspicabile che il più recente bilancio, con la maggiore importanza assegnata alla programmazione della spesa in termini di gestione di cassa, contribuisca positivamente alla risoluta azione del governo diretta a riportare l'economia britannica su una base di stabilità che permetta una rapida ripresa dello sviluppo economico.

La seconda crisi petrolifera: reazioni e aggiustamenti.

All'inizio del 1981 il prezzo del greggio era salito all'incirca del 175% rispetto al livello di fine 1978. Poiché tale rincaro è avvenuto a partire da una base già quintuplicata dal primo shock del 1973-74, esso ha imposto ai paesi industriali una perdita in termini di ragioni di scambio e di reddito reale dello stesso ordine di grandezza di quello precedente. Nel 1980, per importare una quantità di petrolio inferiore di circa il 10% a quella del 1978, i paesi dell'OCSE hanno sborsato una somma addizionale di \$150 miliardi, equivalente a circa il 2% del loro reddito nazionale complessivo. Tuttavia, anche in questa occasione gran parte (oltre i due terzi) di questo iniziale trasferimento di reddito dai paesi industriali a quelli esportatori di petrolio si è tradotta in un'accumulazione di attività finanziarie anziché in un trasferimento di risorse reali sotto forma di un corrispondente aumento delle esportazioni di beni e servizi da parte dei paesi importatori di petrolio. L'eccedenza di parte corrente dei paesi OPEC nei confronti del resto del mondo è aumentata di conseguenza di \$110 miliardi circa. Questa cifra fornisce un'indicazione dell'impatto deflazionistico primario - ossia dell'effetto netto iniziale sulla domanda mondiale - prodotto dal rincaro del petrolio.

Sulla scia del precedente aumento di prezzo del petrolio vi fu un notevole dibattito sull'esigenza di fronteggiare questa perdita di domanda mediante provvedimenti compensativi implicanti un'espansione dei bilanci e dei disavanzi esterni. Divenne tuttavia ben presto evidente che tale forma di aggiustamento di breve periodo comportava seri problemi di inflazione. Di conseguenza, nell'episodio più recente si è ritenuto che la risposta adeguata a breve termine fosse quella diretta sia a limitare l'impatto inflazionistico complessivo sia a incoraggiare appropriate relazioni fra costi e prezzi. Dal canto suo la reazione del settore privato in termini di spesa non è stata - non del tutto casualmente - altrettanto cautelativa, e quindi deflazionistica, quanto nell'occasione precedente. Nondimeno, nel corso del secondo shock petrolifero è altresì emerso più chiaramente che l'unico

aggiustamento fondamentale di fronte al problema energetico consiste in una riduzione della dipendenza dei paesi industriali dal petrolio di importazione mediante il risparmio di energia e la sostituzione del petrolio con fonti alternative interne di energia. In questo processo è evidentemente decisivo il ruolo degli investimenti, e in questo senso il successo dell'aggiustamento a breve termine può integrare quello richiesto nel lungo periodo. La trattazione del processo di aggiustamento inizia quindi con un esame comparativo degli sviluppi nel settore privato.

Il settore privato.

Per quanto concerne l'economia privata due aspetti di carattere generale emergono nel raffronto con il periodo della prima crisi petrolifera. Anzitutto, la distribuzione del reddito pare non essersi evoluta così nettamente a scapito dei profitti societari, e di conseguenza gli investimenti fissi delle imprese hanno retto meglio. In secondo luogo, il settore privato nel complesso non ha reagito in modo così cautelativo come nell'occasione precedente, con il risultato che la spesa privata globale ha in certa misura smorzato l'effetto contrattivo esercitato sulle economie dal secondo rincaro del petrolio, mentre nella crisi precedente l'intero onere – e ancor più – di compensare la sottrazione di domanda indotta dal maggior prezzo del petrolio era ricaduto sui bilanci del settore pubblico. Infatti, dei sette maggiori paesi industriali ben sei (l'eccezione è rappresentata dal Giappone) hanno presentato nel 1980 un disavanzo delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PNL sensibilmente inferiore al livello massimo del 1975 (vedasi pagina 39). Questa osservazione non può tuttavia essere estesa a tutti i paesi minori, poiché è riscontrabile un ulteriore grave deterioramento dei bilanci del settore pubblico in Belgio, Paesi Bassi, Svezia e Danimarca.

Per quanto concerne i redditi reali, un aspetto importante è che la quota dei profitti sul valore aggiunto totale non dovrebbe essere caduta così nettamente come nel 1974-75. I dati a riguardo sono sfortunatamente incompleti; tuttavia, l'esame

Quota del reddito da lavoro dipendente sul reddito totale dei fattori interni.

Paesi	1960-64	1965-69	1970-73	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
	in percentuale									
Stati Uniti	72,5	73,2	77,3	79,3	78,7	78,4	78,0	78,0	79,1	79,6
Giappone	52,2	53,4	56,6	63,0	65,9	66,8	67,9	66,7	65,3	.
Germania	62,9	65,5	69,2	72,4	72,3	71,4	71,5	71,0	70,8	71,8
Francia	60,4	62,0	63,9	67,5	70,1	71,5	71,3	71,3	71,1	73,0
Regno Unito	74,7	75,7	76,0	80,9	82,6	80,7	78,3	78,0	79,8	81,4
Italia	55,0	56,8	61,1	64,1	68,2	67,2	68,5	68,0	66,0	65,6
Canada	68,5	70,5	72,6	70,6	72,1	72,7	73,5	72,1	69,5	68,8
Belgio	58,7	62,2	64,6	67,8	70,0	70,1	71,7	71,9	71,7	.
Paesi Bassi	61,9	67,2	70,7	72,3	74,7	72,1	72,8	73,2	73,8	.
Svezia	69,6	74,8	77,4	76,7	77,9	80,8	85,0	83,5	80,9	.
Svizzera	63,8	65,6	68,4	70,7	72,5	71,7	72,0	72,8	73,2	.

dell'andamento dei prezzi e dei costi nel Capitolo II conduce alla stessa conclusione. La tabella precedente mostra il forte incremento registrato nel 1974-75 dalla quota dei redditi da lavoro dipendente (al lordo delle imposte) sul reddito nazionale. Per contro tale quota pare essersi mantenuta più stabile nel 1979-80, con l'importante eccezione del Regno Unito.

Vi sono probabilmente diverse ragioni che spiegano tale andamento più soddisfacente, fra le quali la più ovvia - ossia che non vi è stata un'impennata altrettanto brusca dei salari nominali - ha avuto senz'altro un peso assai considerevole. E' tuttavia anche possibile che le imprese abbiano potuto e voluto trasferire più rapidamente sui prezzi finali gli incrementi dei costi salariali ed extra-salariali. In parte ciò può essere stato possibile in quanto gli incrementi dei costi sono stati inferiori, per quanto riguarda sia le retribuzioni sia le materie prime non petrolifere. Tuttavia, è probabile che le aziende abbiano reagito più vivacemente alla minaccia di un calo dei profitti sulla base della passata esperienza. Infine, la domanda globale e la produzione nei paesi industriali non hanno subito una caduta a picco come nell'occasione precedente. E' altresì opportuno rilevare che, come indica la tabella, l'incremento della quota di reddito da lavoro avvenuto nel 1974-75 non è stato in genere riassorbito dopo il primo shock petrolifero. Pertanto, anche se per il momento pare essere stata interrotta la tendenza ascendente di lungo periodo, le quote di reddito da lavoro sono tuttora quasi ovunque assai più elevate che dieci o quindici anni orsono.

Per quanto concerne il settore delle famiglie, l'aspetto saliente è l'assenza pressoché generale di incrementi sensibili nella propensione al risparmio (vedasi tabella a piè di pagina). Nella maggior parte dei paesi ciò è rispecchiato anche dall'andamento del risparmio finanziario (ossia il risparmio totale del settore al netto degli investimenti realizzati dal settore medesimo), l'equivalente, per il settore privato, del saldo finanziario del settore pubblico. Nel 1974-75 i forti aumenti dei salari nominali condussero senza dubbio ad un certo incremento non programmato del risparmio. Inoltre, il più alto tasso d'inflazione causava allora una maggiore perdita di valore reale delle attività finanziarie precostituite, e il settore delle famiglie reagì tentando di recuperare tale perdita con una maggiore accumulazione di ricchezza finanziaria. Infine, è probabile che l'effetto traumatico della prima crisi petrolifera fosse stato maggiore di quello prodotto dalla crisi più recente.

Quota di risparmio sul reddito disponibile delle famiglie.

Paesi	1970-71	1972-73	1974-75	1976	1977	1978	1979	1980
	in percentuale							
Stati Uniti	8,1	7,6	8,6	6,9	5,6	5,2	5,3	5,6
Canada	5,6	8,3	10,4	10,0	9,8	10,3	10,5	10,2
Giappone	17,8	19,3	23,1	22,4	21,1	20,1	19,6	19,5
Francia	16,7	17,1	18,0	16,4	16,6	17,5	15,9	14,1
Germania	14,4	15,2	16,2	14,7	13,6	13,7	14,4	14,6
Italia	22,0	23,1	23,1	24,7	25,2	27,2	25,6	23,3
Regno Unito	8,5	10,7	13,1	11,9	10,8	12,7	14,1	15,3

Risparmio finanziario del settore privato:
raffronto fra le due crisi petrolifere.

Paesi/Settori		1973	1974	1975	1976	1978	1979	1980
in percentuale sul PNL								
Stati Uniti	Famiglie	4,0	4,2	5,1	3,7	1,9	2,1	3,5
	Società	- 4,4	- 4,3	0,5	- 0,9	- 2,4	- 2,6	- 1,5
	Totale	- 0,4	- 0,1	5,6	2,8	- 0,5	- 0,5	2,0
Giappone	Famiglie	8,8	10,3	10,5	11,5	11,1	9,2	8,4
	Società	- 7,6	- 8,5	- 4,1	- 4,0	- 1,0	- 3,1	- 3,5
	Totale	1,2	1,8	6,4	7,5	10,1	6,1	4,9
Germania	Famiglie	3,4	6,0	7,0	5,3	3,2	3,1	3,4
	Società	- 3,8	- 2,9	- 1,2	- 1,8	0,0	- 2,1	- 2,9
	Totale	- 0,4	3,1	5,8	3,5	3,2	1,0	0,5
Francia	Famiglie	3,5	3,7	5,7	3,8	5,5	4,3	3,6
	Società	- 5,1	- 6,9	- 3,7	- 4,9	- 3,6	- 4,0	- 4,6
	Totale	- 1,6	- 3,2	2,0	- 1,1	1,9	0,3	- 1,0
Regno Unito	Famiglie	3,6	6,7	6,0	5,1	5,7	6,3	8,7
	Società	- 2,5	- 5,3	0,1	- 0,2	- 0,3	- 2,4	- 1,0
	Totale	1,1	1,4	6,1	4,9	5,4	3,9	7,7
Italia	Famiglie	16,0	12,7	16,7	14,2	16,2	16,0	12,9
	Società	- 7,8	- 7,9	- 7,8	- 7,3	- 3,2	- 2,1	- 7,0
	Totale	8,2	4,8	8,9	6,9	13,0	13,9	5,9
Canada	Famiglie	4,9	6,3	6,2	4,7	5,4	5,1	5,5
	Società	- 6,1	- 8,6	- 6,0	- 5,7	- 5,2	- 5,3	- 4,2
	Totale	- 1,2	- 2,3	0,2	- 1,0	0,2	- 0,2	1,3

Nel periodo dal 1973 al 1975 risultò pertanto una tendenza da parte del settore delle famiglie a ridurre la spesa netta. Ciò comportò un maggiore impatto deflazionistico sul settore delle imprese - quanto meno in una fase iniziale - in aggiunta a quello derivante direttamente dal rincaro stesso del petrolio. Se si considera che la prima crisi intervenne al culmine di una fase di *boom* economico, nella quale di norma le società si espandono finanziariamente allo scopo di incrementare gli investimenti, non sorprende che esse abbiano reagito violentemente, riducendo in modo brusco la spesa in scorte e investimenti fissi.

Il secondo periodo critico ha finora palesato in molti paesi un andamento della spesa netta privata di tipo opposto a quello osservato durante l'episodio precedente. Un'importante conseguenza di tale fenomeno è stata che gli "stabilizzatori automatici" dei bilanci pubblici sono entrati in funzione a sostegno della domanda e dell'attività economica in misura ben inferiore al 1975.

Pertanto, nonostante il fatto che le politiche fiscali e monetaria siano state leggermente più restrittive, la decelerazione complessiva della domanda e della crescita produttiva è stata fino ad oggi meno grave che nel 1974-75. Si potrebbe scorgere in questa forza relativa della domanda aggregata una parziale mancanza

dell'aggiustamento richiesto dal rincaro petrolifero e dallo squilibrio nei conti con l'estero. In termini di allocazione delle risorse pare tuttavia che il processo di aggiustamento abbia nel complesso seguito un itinerario corretto. Nel 1979-80 i consumi pubblici e, nella maggior parte dei casi, gli investimenti pubblici sono stati meno espansivi che nel 1974-75 e, se si eccettua l'Italia, nel 1980 i consumi privati sono cresciuti ad un ritmo assai più contenuto che nell'anno di raffronto 1975.

Quindi, per quanto concerne la composizione della domanda, e data l'evoluzione delle quote di reddito dianzi considerata, gli investimenti fissi delle imprese hanno retto in modo relativamente soddisfacente nel 1979-80. Dalla tabella risulta che ciò vale in particolare per Giappone, Francia, Germania e Italia. Una migliore dinamica degli investimenti è riscontrabile anche fra i paesi minori, e soprattutto in Svizzera, Belgio e Finlandia. Se si considera tuttavia che i profitti permangono a livelli storicamente bassi, si può pensare che abbiano operato anche altri fattori. In particolare, è possibile che buona parte dell'investimento sia destinata al risparmio energetico, rispecchiando una risposta differita alle variazioni nei prezzi relativi dell'energia prodottesi negli anni settanta. Indicazioni sempre più numerose fanno ritenere che la tendenza in questa direzione sia già alquanto marcata. In secondo luogo, il più recente shock petrolifero è intervenuto in una diversa fase del ciclo, cioè non al culmine di un *boom* generalizzato.

Consumi e investimenti: raffronto fra 1974-75 e 1979-80.

Paesi	Consumi privati		Consumi pubblici		Investimenti privati (escluse abitazioni)		Investimenti pubblici	
	1974	1975	1974	1975	1974	1975	1974	1975
	1979	1980	1979	1980	1979	1980	1979	1980
	variazioni percentuali annue a prezzi costanti							
Stati Uniti	- 0,6	2,2	3,3	3,3	- 1,7	- 12,1	1,7	- 5,4
	2,9	0,4	2,4	3,1	6,5	- 3,0	- 5,6	1,3
Giappone	0,9	4,3	3,3	6,3	- 6,1	- 6,9	- 13,8	5,2
	6,2	1,3	4,0	2,0	12,5	6,4	3,0	- 4,5
Germania	0,3	3,1	4,3	4,5	- 10,9	- 1,5	7,5	- 2,7
	3,3	1,5	3,3	2,4	10,0	4,0	6,1	3,7
Francia	3,2	3,2	1,3	4,6	- 1,1	- 6,8	1,4	9,7
	3,5	2,1	1,6	2,5	6,0	3,4	1,7	1,4
Regno Unito	- 2,2	- 0,7	1,4	6,0	- 1,8	- 3,0	0,5	- 1,0
	4,7	0,6	2,0	2,1	2,7	1,8	- 4,0	- 5,6
Italia	2,7	- 1,4	2,9	2,9	2,9	- 19,9	7,1	17,9
	5,3	4,4	1,6	2,0	7,9	13,4	3,0	7,1
Canada	5,1	5,2	4,0	4,0	7,7	7,8	5,5	4,3
	1,9	0,6	- 1,0	0,6	9,4	8,6	- 0,8	1,3

Volendo sintetizzare le reazioni del settore privato, si può rilevare che i due aspetti forse più significativi sono che la crescita della domanda globale ha subito nel 1979-80 un contraccolpo meno severo rispetto al 1974-75, e che all'interno di questo aggregato gli investimenti delle imprese private hanno mostrato una dinamica alquanto sostenuta in molti paesi. Non è tuttavia possibile valutare con precisione in quale misura ciò costituisca un aggiustamento di fondo. Nondimeno, un più elevato livello di investimento, anche se non specificatamente diretto in via prioritaria a

ristrutturazioni connesse all'energia, dovrebbe comunque comportare tecnologie piú avanzate e piú rispondenti al problema energetico. Al tempo stesso, un migliore mantenimento dello *stock* di capitale significa che le prospettive future in termini di produzione e di occupazione non sono state pregiudicate in modo cosí grave come si sarebbe potuto temere.

Variazioni relative nella domanda interna a seguito delle due crisi petrolifere.

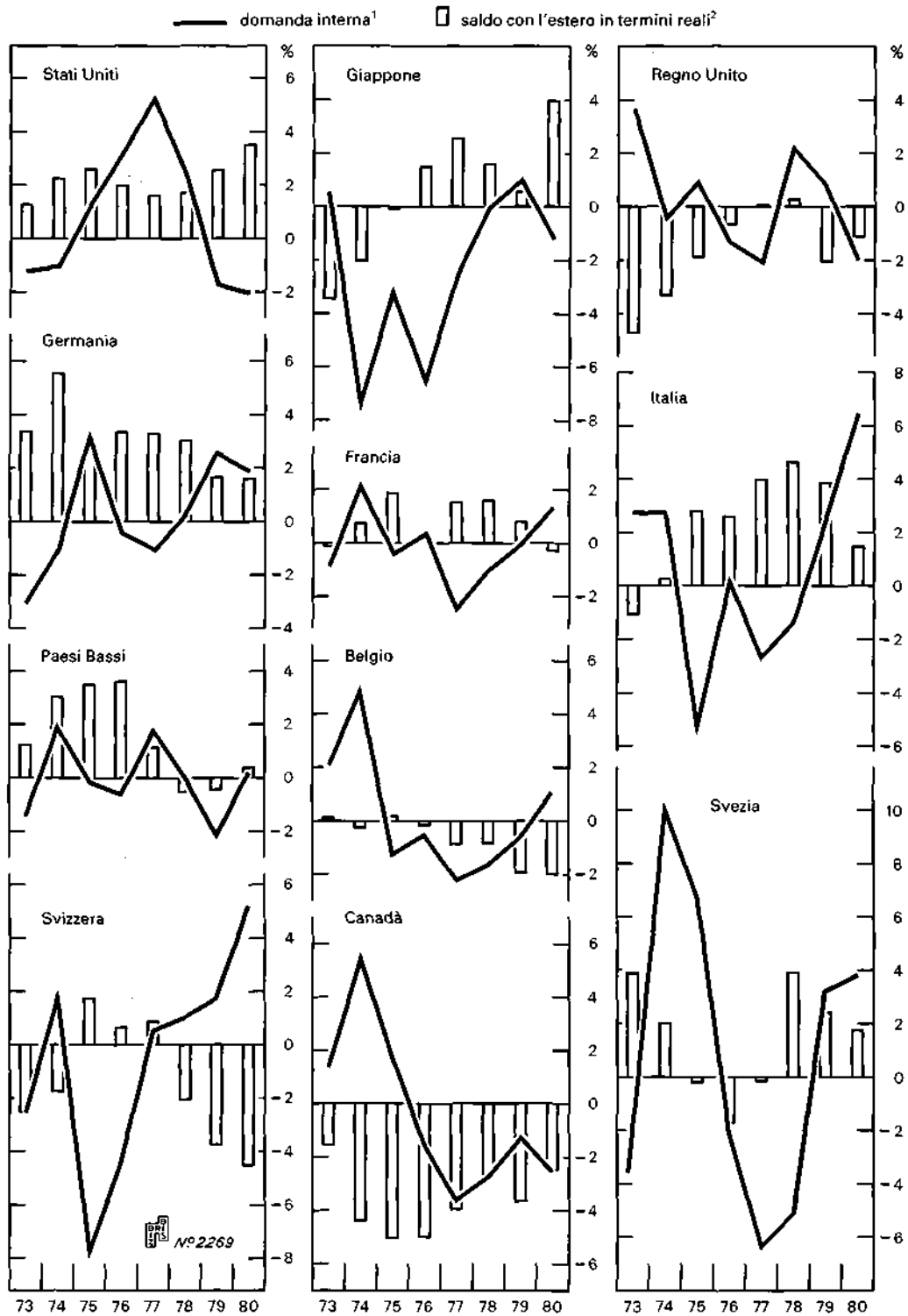
Un motivo di diffusa inquietudine dopo il primo shock petrolifero fu il fatto che per alcuni paesi la ripresa risultava impedita da un'inappropriata configurazione dei saldi con l'estero nell'ambito del mondo industrializzato. In particolare, paesi come la Germania, la Svizzera e in un secondo tempo il Giappone, pesantemente dipendenti dal petrolio di importazione, presentavano cospicue eccedenze di parte corrente. Data la posizione eccedentaria della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti fino al 1977, l'onere di sopportare il "deficit petrolifero" ricadde in modo sproporzionato su economie piú deboli, come l'Italia e il Regno Unito, nonché su alcuni paesi europei minori come Spagna, Grecia, Finlandia e Svezia.

Un possibile rimedio a tale situazione era un aggiustamento dei tassi di cambio, e ciò avvenne con il passare del tempo. Ma un altro rimedio, pressantemente richiesto ai paesi piú forti, era quello di aumentare in termini differenziali la crescita della domanda interna, riducendo le esportazioni nette di beni e servizi e consentendo nel contempo agli altri paesi di muoversi in direzione opposta. In risposta a tali sollecitazioni, al vertice di Bonn del 1978 Germania e Giappone acconsentirono a esercitare un'azione di stimolo sulle rispettive economie.

Dal grafico emergono gli elementi di contrasto nell'aggiustamento della domanda durante i due periodi critici. Per ciascun paese e per l'insieme degli altri paesi dell'OCSE è stato calcolato un tasso di crescita della domanda interna sulla base di una media mobile di dieci anni. E' stata quindi ottenuta la crescita relativa in ciascun anno considerato raffrontando per ogni paese lo scarto della crescita effettiva della domanda rispetto alla media mobile con il medesimo scarto per l'insieme degli altri paesi considerati. L'andamento di questi tassi differenziali di crescita è riportato unitamente ai livelli annui delle esportazioni nette in termini reali. Il grafico conferma che in occasione della piú recente crisi petrolifera vi è stato un andamento assai differente nelle variazioni relative della domanda. La Germania presenta valori sensibilmente piú elevati della media, e in Svizzera non si è ripetuto il forte calo della domanda prodottosi nel 1975. Anche l'Italia, forse in parte sulla scia della Germania, data l'importanza dell'interscambio commerciale con questo paese, ha registrato una crescita della domanda superiore alla media. In Giappone la domanda interna è stata piú sostenuta che nel periodo 1974-75. In Svezia, in Belgio e nei Paesi Bassi si è resa invece necessaria una stretta relativamente maggiore negli ultimi due anni, in gran parte a causa del fatto che, contrariamente al 1973, al momento della seconda crisi petrolifera tutti e tre questi paesi presentavano già una posizione esterna debole. Lo stesso può dirsi per il Canada.

Pertanto, il profilo della crescita relativa della domanda nel secondo periodo critico è stato in certa misura determinato sia dai mutamenti nell'indirizzo di politica economica intervenuti prima dello shock, sia dalle reazioni delle autorità innescate dal nuovo rincaro del petrolio. In effetti, nel caso della Germania l'inversione di

Variazioni nelle pressioni relative della domanda interna e saldi dell'interscambio reale con l'estero.



¹Vedasi spiegazione a pagina 48.

²In percentuale del PNL.

posizione è andata oltre il segno, traducendosi in un ampio e gravoso disavanzo di parte corrente. Ma un altro importante aspetto è che il "piano di battaglia" del vertice di Bonn è stato superato dagli eventi. L'allentamento del vincolo esterno, che ci si attendeva dagli sforzi tedeschi e giapponesi, in molti paesi è stato neutralizzato dal nuovo rincaro del petrolio. In alcuni di essi, ed in particolare nel Regno Unito, è stato necessario indirizzare la politica economica decisamente in senso contrario. Pertanto, mentre si supponeva che una marea lentamente crescente avrebbe gradualmente permesso a tutte le navi di prendere il largo, comprese infine quelle arenate sulla riva, il fortunale dei nuovi prezzi petroliferi ha portato taluni a concludere che, dopo tutto, la riva costituiva forse il luogo più sicuro. Nondimeno, se si considera l'evoluzione nel suo insieme, risulta che gli aggiustamenti relativi della domanda sono stati meno differenziati che alla metà degli anni settanta, sicché ne è derivata una configurazione degli squilibri esterni fra i paesi industriali meno gravosa che in passato.

Il settore dell'energia.

Nel 1980 sono stati compiuti ulteriori e ancora più rapidi progressi nel risparmio di energia nei paesi industriali. Sfortunatamente questi successi sono stati in larga parte neutralizzati, per quanto concerne il mercato del petrolio, dall'acuirsi dell'instabilità nelle forniture petrolifere del Golfo Persico.

Lo scorso anno si stima che il consumo totale di energia nei paesi industriali sia diminuito in modo abbastanza netto (di circa il 3,5%); la sola domanda di petrolio è scesa probabilmente in misura più che doppia, sebbene ciò sia in parte dovuto a un rallentamento nella costituzione di scorte preventive rispetto agli elevati livelli del 1979. In rapporto al prodotto nazionale lordo le diminuzioni sono state ancora maggiori (rispettivamente del 4,5 e dell'8,5%). Ne consegue che dal 1973 il calo complessivo nell'impiego di energia per unità di prodotto lordo ha raggiunto circa l'11-12%, mentre la componente petrolifera è diminuita del 16-17%. Il risparmio di petrolio è stato particolarmente marcato in Francia; negli Stati Uniti, dopo un avvio esitante, esso si è fatto più deciso negli ultimi due anni.

Senza dubbio la variazione del prezzo relativo dell'energia dal 1973 è stata la causa primaria della tendenza a un impiego più razionale della stessa. L'OCSE ha stimato che il prezzo reale, o relativo, dell'energia presso i consumatori finali era salito del 25% circa in seguito alla prima crisi petrolifera. Questa volta l'aumento potrebbe in definitiva risultare anche maggiore, nonostante l'analoga ampiezza del rincaro del greggio in termini reali. Le imprese paiono sentire con maggiore intensità l'esigenza di trasferire in modo più completo e più rapido l'incremento dei prezzi dell'energia. E anche i governi sono nel complesso più propensi ad integrare con un'azione sul piano fiscale l'incentivo al risparmio di energia derivante dal suo maggiore costo.

La variazione del prezzo relativo dell'energia dal 1973 in poi pare aver avuto sinora un effetto notevolmente maggiore in termini di minor consumo di energia che non di stimolo ad accrescerne la produzione. Si stima che fra il 1973 ed il 1979 la produzione interna di energia nei paesi industriali sia salita soltanto del 5%. Per quanto riguarda il petrolio, fra il 1973 e il 1980 l'incremento netto complessivo della

quantità estratta nei cinque maggiori produttori non OPEC (Stati Uniti, Messico, Canada, Regno Unito e Norvegia) è stato di soli 2,75 milioni di barili al giorno. Nel medesimo periodo la produzione OPEC è scesa di 4 milioni di barili giornalieri. E benché ad esempio vi siano attualmente segni di una vivace ripresa dell'attività di trivellazione negli Stati Uniti in seguito alla seconda ondata di rincari, potrà passare qualche tempo prima che ciò comporti un sensibile aumento della produzione. Anche in Europa la Commissione delle Comunità europee ha stimato che la quota di prodotto devoluta all'investimento nel settore energetico, alquanto inferiore all'1,5% del PNL della Comunità, non è affatto cresciuta rispetto al livello anteriore al 1973. Una ragione evidente risiede nel fatto che, ad esempio, in Germania il programma nucleare è stato frenato dai timori presenti nell'opinione pubblica circa la sicurezza e l'equilibrio ecologico. Per contro, il governo francese è stato in grado di far avanzare un importante piano nucleare dopo la prima crisi petrolifera, in virtù del quale il consumo di petrolio in rapporto al PNL è stato ridotto del 30% circa, ossia in misura pressoché doppia del risparmio energetico complessivo. Di conseguenza, nonostante l'aumento del 22% del prodotto nazionale dal 1973, lo scorso anno le importazioni nette risultavano calate di oltre il 15% in termini assoluti. Nel corso del medesimo periodo in Germania la diminuzione è stata soltanto del 7%, mentre in Italia non vi è stata variazione.

Dipendenza dal petrolio nell'area OCSE.

Voci	1960	1965	1973	1980*
	in percentuale			
Quota del petrolio sul consumo globale di energia	38,6	44,6	53,1	50,2
Importazioni nette di petrolio in rapporto al consumo globale di petrolio	45,2	55,8	66,3	64,0
Importazioni nette di petrolio in rapporto al consumo globale di energia	17,4	24,9	35,2	32,0

* Stime.

E' perciò evidente che la sostituzione con fonti energetiche interne - sia petrolifere sia alternative - non è finora proceduta di molto nella maggior parte dei paesi industriali, benché sia stato realizzato un cospicuo aggiustamento sotto forma di risparmio. Lo scorso anno i paesi dell'OCSE nel complesso hanno impiegato un quantitativo di energia inferiore pressappoco del 13% a quello che sarebbe risultato qualora dal 1973 il consumo avesse continuato a crescere parallelamente al prodotto nazionale lordo. Tale risparmio equivale a circa 10 milioni di barili di petrolio al giorno, e di fatto, essendo il petrolio il carburante "marginale", è alquanto probabile che il risparmio complessivo abbia riguardato quasi esclusivamente la componente petrolifera.

E' tuttavia anche probabile che un certo aggiustamento abbia avuto luogo per effetto della più lenta crescita. E' ovviamente impossibile qualsiasi stima accurata della portata di questo fattore, poiché essa dipende da quale tasso di sviluppo sarebbe stato ottenibile in assenza delle due crisi petrolifere.

Nondimeno risulta chiaro che attraverso le economie realizzate, la più lenta crescita e la sostituzione con fonti alternative, si è attuato un cospicuo aggiustamento nel consumo totale di energia. Come mostra la tabella precedente, il

problema sta tuttavia nel fatto che questo aggiustamento si è piú o meno limitato ad arrestare la rapida crescita della dipendenza dei paesi industriali dalle importazioni di petrolio. Fintantoché questa fonte di energia rimase a basso prezzo il fabbisogno globale coperto dal petrolio importato crebbe rapidamente, e per l'area OCSE nel suo insieme la quota del consumo complessivo di energia soddisfatta in tal modo si raddoppiò fra il 1960 e il 1973. Tutto l'aggiustamento intervenuto dopo il 1973 ha quindi ridotto di soli tre punti percentuali il rapporto fra petrolio importato e consumo energetico complessivo. Nel 1980 i paesi industriali hanno ancora dovuto dipendere dalle importazioni di petrolio per quasi un terzo del loro fabbisogno complessivo di energia, ed hanno pur sempre importato circa 24 milioni di barili al giorno rispetto ai 27 milioni del 1973.

Il vincolo che siffatta situazione costituisce in termini di potenzialità di crescita economica per i paesi consumatori di petrolio può essere riguardato sotto due aspetti. Anzitutto, una così grande dipendenza dalle forniture esterne di una risorsa vitale come il petrolio accresce la vulnerabilità nei confronti degli eventi traumatici estranei alla possibilità di controllo di questi paesi. L'insicurezza circa la continuità dell'offerta è divenuta ben evidente in seguito alla rivoluzione iraniana del 1979. Le tensioni sul mercato che condussero ad un'impennata dei prezzi provennero principalmente da una corsa ad acquisti cautelativi diretti ad accrescere le scorte data l'incertezza della situazione. Il consumo di petrolio nel mondo industrializzato era infatti rimasto praticamente invariato fra il 1978 e il 1979. E, nonostante la contrazione delle forniture iraniane, la produzione petrolifera dell'OPEC aumentò addirittura del 2,5%.

Il secondo aspetto concerne l'incapacità ovvero la riluttanza dei paesi OPEC come gruppo a reimpiegare la totalità dei maggiori proventi nell'acquisto di prodotti dai paesi importatori di petrolio. Ciò ha dato luogo ovviamente alla ricomparsa di una forte eccedenza di parte corrente che, come sarà messo in evidenza piú innanzi nella presente Relazione, costituisce di per sé un grosso problema finanziario internazionale. In questa sede è piú importante rilevare che, a causa del problema del reimpiego dei fondi per maggiori importazioni, i paesi dell'OPEC sono comprensibilmente restii a fornire petrolio in misura illimitata.

E' difficile prevedere una rapida e soddisfacente soluzione di questi problemi. Si può ben pensare che negli stessi paesi industriali debbano ancora prodursi ulteriori effetti ritardati, in termini di risparmio energetico, indotti dal rincaro reale dell'energia già avvenuto. In effetti, l'OCSE ha stimato che possono trascorrere fino a sei anni prima che si manifestino nella loro interezza le reazioni alle variazioni di prezzo. Sei anni costituiscono pur tuttavia un lungo periodo di attesa, mentre è probabile che quanto piú si è già ottenuto nel risparmio di energia tanto piú difficili saranno i progressi ulteriori su questo fronte. Per quanto riguarda la sostituzione con fonti energetiche alternative, vi sono sintomi di un promettente avvio di questo processo; tuttavia i progressi sono stati lenti, e occorreranno parecchi anni affinché i nuovi investimenti fruttino in termini di un sensibile aumento dell'energia non proveniente dall'OPEC. La conclusione deve essere pertanto che qualsiasi tentativo di ritornare rapidamente a livelli piú soddisfacenti di occupazione e di crescita economica nei paesi industriali richiederà quasi certamente una maggiore produzione petrolifera da parte dell'OPEC, con tutti i connessi rischi in termini di stabilità dei prezzi e delle forniture.

Le prospettive di miglioramento.

Questo capitolo ed il precedente hanno fornito l'immagine di un mondo industrializzato costretto fra i vincoli interrelati dell'inflazione e dell'energia. Trattando dell'inflazione, nel corso del capitolo precedente si è posto il quesito se le politiche monetarie e fiscali siano di per sé sufficienti. La domanda è pertinente anche nel contesto del problema energetico. In molti paesi la tendenza a porre maggiormente l'accento sulle politiche orientate all'offerta, allontanandosi dal ricorso esclusivo alla tradizionale gestione della domanda, è un positivo riconoscimento del fatto che essa può non essere sufficiente nella situazione in cui si trova attualmente l'economia mondiale. E' tuttavia possibile che si renda necessario ampliare la base di tali nuovi concetti di politica economica, comprendendovi, sul piano interno, i prezzi ai quali sono forniti il lavoro e i beni prodotti all'interno e, a livello internazionale, l'offerta di energia.

In altri termini, in un mondo ideale è pensabile che un notevole contributo alle politiche antinflazionistiche provenga da una più efficace intesa fra le parti sociali. E nel settore dell'energia ci si potrebbe analogamente aspettare una sufficiente collaborazione e intesa fra fornitori e consumatori di petrolio, al fine di garantire temporaneamente un sicuro incremento delle forniture che permetta una certa ripresa della crescita economica, mentre sarebbero attuate ed intensificate le politiche per il risparmio di energia e soprattutto per il potenziamento delle fonti alternative.

Nel mondo qual è in realtà è probabilmente difficile conseguire progressi in tali aree politicamente delicate. E pertanto, le politiche fiscali e monetarie restrittive che sono state opportunamente applicate a breve termine resteranno appropriate anche nel più lungo periodo.

IV. LA POLITICA MONETARIA E I MERCATI FINANZIARI.

Durante il 1980 la situazione sui mercati finanziari è stata particolarmente turbolenta. I tassi d'interesse hanno presentato ampie fluttuazioni, raggiungendo punte senza precedenti, e per lunghi periodi i tassi a breve si sono trovati a livelli insoliti rispetto ai rendimenti a lungo termine. I più alti tassi d'inflazione seguiti alla seconda crisi petrolifera e gli sforzi dei paesi per impedire a questo processo di svilupparsi hanno contribuito a generare tensioni sui tassi d'interesse. Sono state mantenute politiche volte a rallentare il ritmo di crescita monetaria e in molti paesi è intervenuta una risoluta azione monetaria per limitare il deprezzamento della moneta ed evitare quindi un possibile peggioramento della spirale interna costi-prezzi.

I più modesti tassi di espansione monetaria in termini nominali e reali, gli elevati tassi d'interesse reali e la debolezza dell'attività economica testimoniano condizioni monetarie chiaramente restrittive in molti paesi. In alcuni casi, non da ultimo quello degli Stati Uniti, le persistenti aspettative inflazionistiche possono tuttavia aver tolto mordente alla politica monetaria, quanto meno per un certo periodo.

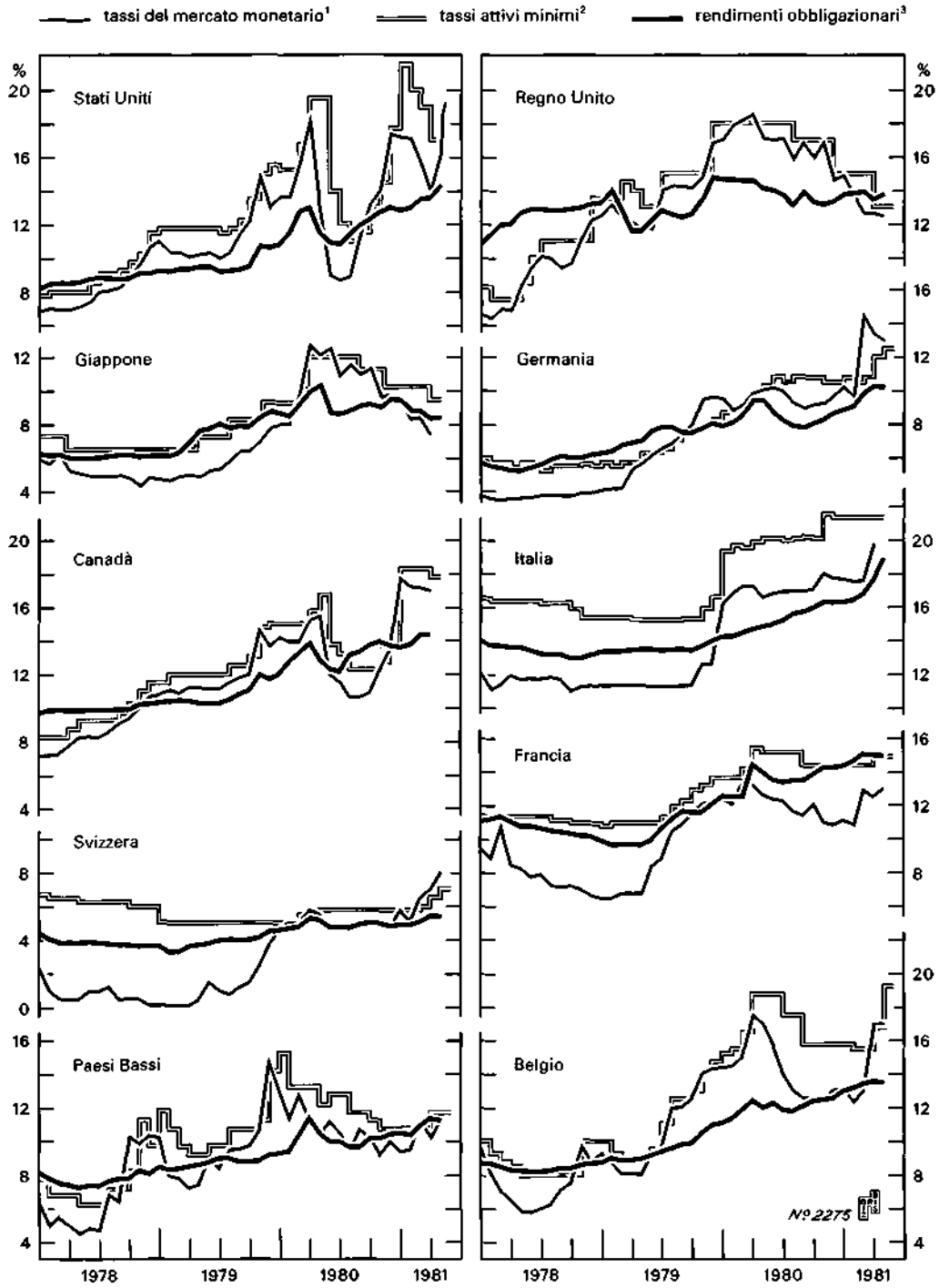
Lo scorso anno le posizioni finanziarie delle società e le finanze del settore pubblico hanno subito ulteriori pressioni, in gran parte per ragioni congiunturali. La situazione finanziaria delle imprese, mantenutasi solida soltanto in Giappone, si è fatta in molti casi più fragile, palesando una forte dipendenza dal finanziamento esterno, spesso a breve termine. Il finanziamento monetario del settore pubblico è stato finora contenuto, ma in alcuni paesi il fabbisogno dell'amministrazione pubblica può aver contribuito a creare problemi di bilancia dei pagamenti e a spingere verso l'alto i tassi d'interesse reali.

Nel corso del 1979 e del 1980 vi sono stati significativi cambiamenti nelle tecniche di controllo monetario negli Stati Uniti e in altri paesi di primaria importanza. I problemi che essi pongono riguardano essenzialmente l'efficacia di differenti tecniche di controllo della quantità di moneta, gli appropriati orizzonti temporali per il conseguimento degli obiettivi intermedi e le implicazioni circa i tassi d'interesse e i tassi di cambio. La lotta contro l'inflazione può effettivamente essere compito primario della politica monetaria, e il miglioramento delle tecniche di controllo è importante. Ma parimenti non possono essere trascurati i rischi connessi ad un inopportuno dosaggio delle politiche. I tassi d'interesse possono salire più del necessario se la stretta monetaria non è sostenuta da un'adeguata politica fiscale e, laddove ciò è possibile, anche da una politica dei redditi.

I tassi d'interesse.

L'andamento dei tassi d'interesse illustra chiaramente il variare delle sollecitazioni a cui sono stati soggetti i mercati finanziari nel corso dell'anno.

Tassi d'interesse a breve e a lungo termine.



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

Negli Stati Uniti i tassi d'interesse sia a breve sia a lungo termine hanno segnato oscillazioni di ampiezza senza precedenti. Al culmine di un'ascesa rapida ma irregolare iniziata nell'estate 1979, i tassi del mercato monetario hanno raggiunto livelli eccezionalmente elevati nella primavera successiva. Ancora più vistosa è stata la susseguente caduta, che nell'arco di tre mesi ha condotto i tassi sui Federal funds dal 20 all'8,5% ed il tasso della carta commerciale a 90 giorni dal 18 all'8%. Ben presto è tuttavia intervenuta una nuova inversione di tendenza, e a metà dicembre i tassi sui Federal funds, portatisi a oltre il 20%, e i tassi della carta commerciale, saliti pressoché allo stesso livello, toccavano entrambi punte ancora più elevate di quelle della primavera precedente. Ad una flessione di 7 punti percentuali di questi tassi nei primi mesi del 1981 ha fatto seguito una nuova lievitazione in aprile-maggio. I *prime rates* dichiarati dalle banche, innalzatisi anch'essi a quota 20% nell'aprile 1980, sono calati all'11% in agosto, per poi risalire al 21,5% in dicembre. Dopo essere scesi al 17% nella prima parte dell'aprile 1981 questi tassi si sono riportati al 20% a metà maggio. I rendimenti obbligazionari, che negli Stati Uniti avevano tradizionalmente reagito con lentezza anche a sensibili variazioni dei tassi a breve, nel 1980 hanno subito ampie fluttuazioni segnando nel complesso un notevole aumento.

Nella maggior parte degli altri paesi industriali, durante l'ultima parte del 1979 e nei primi mesi del 1980 i tassi d'interesse a breve e a lungo termine sono saliti pressoché in linea con quelli americani raggiungendo livelli generalmente elevati rispetto ai parametri storici. In Germania la debole posizione esterna lo scorso anno ha reso i tassi d'interesse insolitamente reattivi all'andamento dei tassi sul dollaro. Sebbene in parte l'impatto sia stato assorbito dai movimenti del tasso di cambio marco-dollaro, i tassi sia a breve che a lungo termine si sono mantenuti a livelli che non hanno riscontro per la Germania fin dal 1973-74, pur restando sensibilmente inferiori a quelli del dollaro. Inoltre, i tassi d'interesse sono ulteriormente saliti agli inizi del 1981, allorché il marco ha subito un nuovo accesso di debolezza. I tassi d'interesse hanno presentato un andamento alquanto analogo in Svizzera. Nei Paesi Bassi e in Francia, paesi le cui monete si sono mantenute relativamente forti nell'ambito del Sistema monetario europeo per buona parte del 1980, i tassi d'interesse a breve sono gradualmente ridiscesi rispetto alle punte raggiunte nei primi mesi dell'anno. In Belgio i tassi del mercato monetario hanno mostrato un profilo analogo durante il 1980, ma sono poi risaliti rapidamente nel marzo di quest'anno allorché sono stati introdotti i provvedimenti a sostegno del franco belga. Nella prima parte del maggio 1981 vi è stato in Francia un considerevole aumento dei tassi del mercato monetario. In Italia i tassi d'interesse a breve, già innalzatisi fortemente verso la fine del 1979, sono ulteriormente aumentati fra l'autunno 1980 e la primavera 1981 parallelamente al progressivo inasprimento della politica monetaria. Nel 1980 i rendimenti obbligazionari sono saliti in varia misura nei Paesi Bassi, in Francia, in Belgio e in Italia.

I tassi d'interesse nel Regno Unito sono stati in gran parte schermati rispetto agli sviluppi sui mercati finanziari esteri dalla forza della sterlina connessa all'autosufficienza petrolifera. Essi sono stati tuttavia mantenuti a livelli elevati poiché le autorità hanno cercato di frenare la rapida espansione di M_3 in sterline. Nell'ultima parte del 1980 e agli inizi del 1981, in considerazione del deterioramento della posizione concorrenziale determinato dall'apprezzamento della sterlina, si è agito nel senso di favorire una flessione dei tassi nel settore a breve.

In Giappone la banca centrale ha incoraggiato un deciso calo dei tassi del mercato monetario a partire dalla primavera del 1980, in concomitanza con il rafforzamento dello yen. Le politiche adottate per raffrenare l'espansione monetaria avevano contribuito a contenere l'impatto inflazionistico della seconda crisi petrolifera sull'economia interna e il più pronto aggiustamento reale avvenuto in questa occasione si è rispecchiato in misura crescente nella posizione esterna di parte corrente del Giappone. Anche i rendimenti obbligazionari si sono leggermente mossi al ribasso.

La recente configurazione dei tassi d'interesse è stata caratterizzata da una struttura inversa dei rendimenti in rapporto alle scadenze insolitamente marcata, e in molti casi persistente. Negli Stati Uniti, in corrispondenza di ciascuna delle punte del 1980 e dei primi mesi del 1981, i tassi degli effetti commerciali a 90 giorni superavano di oltre 5 punti percentuali i rendimenti delle obbligazioni delle società di primaria importanza. Questi andamenti hanno rispecchiato le oscillazioni dell'attività economica e l'instabilità dei tassi a breve conseguente al nuovo approccio di politica creditizia orientato verso il controllo delle riserve bancarie. Anche in Giappone e nella maggior parte dei paesi dell'Europa occidentale i tassi a breve si sono mossi talvolta ben al disopra di quelli a lungo termine. Nel corso degli ultimi due anni, in Germania, Regno Unito, Belgio e Paesi Bassi i tassi del mercato monetario sono rimasti al disopra dei rendimenti dei titoli di Stato o del settore pubblico per periodi di diciotto o più mesi, fatto questo che non ha precedente riscontro. Siffatte strutture dei tassi d'interesse potrebbero significare che vi sono aspettative di un prossimo rallentamento dell'inflazione. Tuttavia, esse paiono altresì rivelare la presenza di severe strette di liquidità protrattesi ben oltre le attese di molti operatori economici.

Livelli massimi dei tassi d'interesse.¹

Tassi di interesse	Anni	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Belgio	Paesi Bassi	Svizzera
		tasso percentuale annuo del mese con valore massimo								
A breve termine	1973-75	11,9	16,9	14,8	14,8	16,3	18,0	12,0	14,0	6,0
	1976-78	11,0	7,7	5,1	11,0	15,4	20,5	13,8	14,8	3,5
	1979-81 ²	18,2	12,7	14,5	13,3	18,6	19,7	17,5	14,8	8,0
A lungo termine	1973-75	9,3	10,9	10,7	11,5	17,4	12,7 ³	9,3 ³	10,5	7,9
	1980-81 ²	14,3	10,3	10,3	15,0	14,7	18,9	13,6	11,5	5,5

¹ Tassi rappresentativi (vedasi grafico di pagina 55; per il Giappone, obbligazioni del settore industriale). Sulla base dei dati medi mensili per i tassi a lungo termine di Germania, Giappone, Paesi Bassi e Stati Uniti, e dei dati di fine mese per le altre serie. ² Dati aggiornati fino ad aprile. ³ Punta più elevata sono state raggiunte nel 1976-77 (14,9% per l'Italia e 9,4% per il Belgio).

Pur essendovi state leggere diversità negli andamenti a seconda dei paesi, durante la maggior parte del 1980 i tassi d'interesse si sono situati ovunque a livelli prossimi - e in alcuni casi superiori - alle punte massime precedenti. Negli Stati Uniti, in Germania e in Giappone tale situazione trova riscontro in passato soltanto nel periodo comprendente la prima crisi petrolifera e il boom delle materie prime che l'ha preceduta. Nel Regno Unito, in Italia, in Belgio, nei Paesi Bassi e - in misura inferiore - in Francia, i tassi d'interesse avevano toccato livelli elevati nel 1976 in concomitanza con l'azione intrapresa per contrastare l'indebolimento esterno delle rispettive monete. Dopo il primo shock petrolifero il diverso grado di

importanza attribuito dai singoli paesi alla propria posizione verso l'estero si era tradotto in un'ampia divergenza dei tassi d'inflazione. Alla luce di questa esperienza gli alti tassi d'interesse prevalenti lo scorso anno in quasi tutti i paesi paiono essere stati fortemente influenzati da fattori esterni. In genere uno dei moventi di fondo è stato il timore delle conseguenze che un eccessivo deprezzamento esterno della moneta avrebbe avuto sulla spirale interna salari-prezzi.

Gli indicatori dell'indirizzo della politica monetaria.

L'evoluzione dei tassi d'interesse fa ritenere che le condizioni monetarie nei paesi industriali si siano alquanto inasprite nel corso del 1980. In un contesto inflazionistico i tassi d'interesse nominali possono per la verità dare un'impressione ingannevole, e spesso risulta alquanto difficile valutare con esattezza l'impulso impartito dalla politica monetaria. Può essere comunque utile considerare una certa gamma di indicatori.

I tassi di crescita monetaria. L'analisi degli sviluppi in materia di politica monetaria spesso è basata principalmente sull'andamento degli aggregati monetari. In certa misura l'esame dell'evoluzione di queste grandezze permette di valutare le politiche sulla base dei criteri propri delle autorità, considerato il ruolo primario assunto in molti paesi dagli obiettivi ufficiali fissati per gli aggregati monetari.

Tassi di crescita monetaria.

Quantità di moneta	Anni	Stati Uniti		Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canadà
		A	B						
		quarto trimestre su quarto trimestre, in percentuale							
In senso ampio ¹	1971-75 media	9,6	10,9	17,1	10,3	16,8	17,7	19,7	17,3
	1976-80 media	9,7	10,9	10,3	8,3	12,4	13,0	18,9	14,7
	1975	12,3	9,4	14,5	9,1	17,7	8,6	22,3	17,5
	1980	9,8	9,9	7,7	5,9	10,4	18,5	11,4	10,9
In senso stretto ²	1971-75 media	5,9	6,0	16,2	10,2	12,4	12,2	15,7	13,4
	1976-80 media	6,3	7,8	5,4	8,1	10,2	12,2	20,5	8,8
	1975	4,8	5,0	10,9	15,4	15,3	22,0	10,3	21,1
	1980	5,0	7,3	- 1,8	4,5	8,7	4,0	11,9	9,5

¹ Per gli Stati Uniti, M₂ (colonna A) e M₃ (colonna B); per il Giappone, M₂ + certificati di deposito; per la Germania, M₃; per la Francia, l'Italia e il Canadà, M₂; per il Regno Unito, M₃ in sterline. ² Per gli Stati Uniti, M_{1A} (colonna A) e M_{1B} (colonna B); per gli altri paesi, M₁.

Come mostra la tabella, negli ultimi anni il ritmo di espansione monetaria nella maggior parte dei paesi è stato mediamente più lento che negli anni anteriori e immediatamente successivi alla prima crisi petrolifera. I tassi di crescita monetaria nel recente periodo sono stati inoltre più stabili che nella prima metà degli anni settanta, durante i quali vi fu dapprima un'esplosione monetaria e quindi una rapida contrazione di natura congiunturale. Una notevole eccezione è tuttavia costituita dagli Stati Uniti, dove negli ultimi anni gli aggregati più ristretti e M₂ si sono accresciuti con la stessa rapidità che in passato. Nel 1980 il tasso di crescita degli aggregati, sia ampi che ristretti, è stato generalmente inferiore alla media degli ultimi quattro anni, e lo scarto è stato sensibile, salvo poche eccezioni tra cui gli Stati Uniti. Nel Regno Unito, M₃ in sterline si è accresciuta molto rapidamente, mentre M₁ ha registrato un rallentamento analogo a quello avvenuto in molti altri paesi.

Il fatto che le relazioni esistenti fra i tassi d'interesse abbiano indotto a contenere i saldi per scopi transattivi e i depositi a risparmio poco remunerativi, ha contribuito a rallentare la crescita degli aggregati ristretti e in molti casi anche di quelli più ampi. D'altro canto, nel Regno Unito la remunerazione media sulle attività comprese in M_3 in sterline era cresciuta alquanto fortemente in rapporto ai rendimenti di potenziali strumenti alternativi quali le obbligazioni. In Italia il rallentamento nell'espansione di M_2 negli ultimi anni si è associato ad un forte incremento delle disponibilità del pubblico in buoni del Tesoro. La crescita di M_3 , che comprende tali titoli, è stata del 17% nel 1980.

L'espansione del credito interno. Nel contesto di ampi squilibri nei pagamenti con l'estero che ha fatto seguito ad entrambe le crisi petrolifere, la crescita della quantità di moneta può dimostrarsi un indicatore di scarsa affidabilità quanto all'orientamento della politica monetaria nei singoli paesi. Particolarmente laddove un ampio disavanzo di bilancia dei pagamenti determina un consistente drenaggio di liquidità, occorre prendere in considerazione l'espansione del credito bancario o del credito totale interno ai fini di una valutazione degli impulsi monetari operanti in un'economia aperta.

Credito bancario e posizione netta sull'estero del sistema bancario.¹
Variazioni in periodi di dodici mesi terminanti in dicembre.

Paesi	Credito totale interno ²					Attività nette sull'estero ³				
	1973	1974	1975	1979	1980	1973	1974	1975	1979	1980
	in percentuale ⁴					incidenza sulla crescita della quantità di moneta ⁵				
Giappone	17,1	15,1	16,7	8,4	8,4	-3,7	-2,1	-0,8	-2,3	-1,0
Germania	11,0	7,7	10,5	11,5	9,3	5,4	0,7	4,5	-3,8	-1,5
Francia	15,5	20,1	15,2	15,2	11,1	-1,5	-0,4	1,9	0,6	2,0
Regno Unito	31,1	20,7	12,9	19,7	21,7	-3,5	-9,3	-3,7	-5,4	-5,7
Italia	22,6	22,6	22,6	20,0	21,2	-3,8	-5,6	-0,8	1,7	-2,2
Belgio	17,1	10,1	13,6	15,8	12,1	0,4	-2,2	2,8	-7,8	-1,2
Paesi Bassi	18,7	15,3	14,1	16,7	10,5	3,6	5,7	4,3	-3,6	-3,6
Svezia	10,8	13,5	13,3	19,2	19,7	4,4	-1,2	2,6	-4,3	-2,7
Danimarca	12,6	13,4	28,8	14,3	16,7	2,4	-1,4	-2,4	-2,8	-6,5
Canada	19,5	19,6	13,2	18,4	11,1	.	.	.	.	.
Svizzera	10,0	7,0	6,8	15,5	14,2	.	.	.	.	.
Spagna	24,9	24,8	22,5	17,2	20,3	1,7	-3,4	-2,6	0,5	-3,1

¹ Principalmente sulla base di fonti nazionali; per la Svizzera, IMF International Financial Statistics. ² Per il Regno Unito, comprende l'indebitamento all'estero del settore pubblico. ³ Per la Francia, soltanto la Banca di Francia; per il Regno Unito, comprende l'indebitamento all'estero del settore pubblico (—). ⁴ Per il Regno Unito e la Danimarca, incremento percentuale rispetto alla quantità di moneta in senso ampio all'inizio del periodo. ⁵ Incremento in percentuale rispetto alla quantità di moneta in senso ampio all'inizio del periodo (per la Germania e la Svezia, M_3 ; per il Regno Unito, M_3 in sterline; per gli altri paesi, M_2).

Per lo più di riflesso alla crescita delle passività non monetarie delle aziende di credito sull'interno e al deterioramento della posizione esterna del sistema bancario, nel corso del 1980 in Germania, Francia, Belgio e Paesi Bassi il credito bancario all'economia si è dilatato più rapidamente dell'offerta di moneta in senso ampio. Tuttavia, come si può rilevare dalla tabella, la crescita del credito bancario nella maggior parte di questi paesi è stata abbastanza moderata e generalmente inferiore a quella del periodo successivo al primo brusco rincaro del petrolio. Negli ultimi anni è particolarmente evidente una decelerazione per quanto riguarda il Giappone. In tutti i paesi citati il credito delle banche al settore privato ha presentato una tendenza al rallentamento, e quello al settore pubblico, pur rimanendo

un'importante componente dell'espansione complessiva del credito bancario in Belgio e nei Paesi Bassi, non si è dilatato come avvenne nella precedente recessione, allorché si indebolì la domanda di credito privata. Nel considerare l'accezione più ampia del credito va rammentato che lo scorso anno i governi belga e tedesco hanno raccolto notevoli fondi all'estero e che in Germania il settore delle imprese ha altresì fatto ricorso in misura consistente a crediti dall'estero a breve termine. Tali operazioni non sono comprese nell'espansione del credito bancario riportata in tabella, ma hanno contribuito a limitare il deterioramento nella posizione esterna del settore bancario.

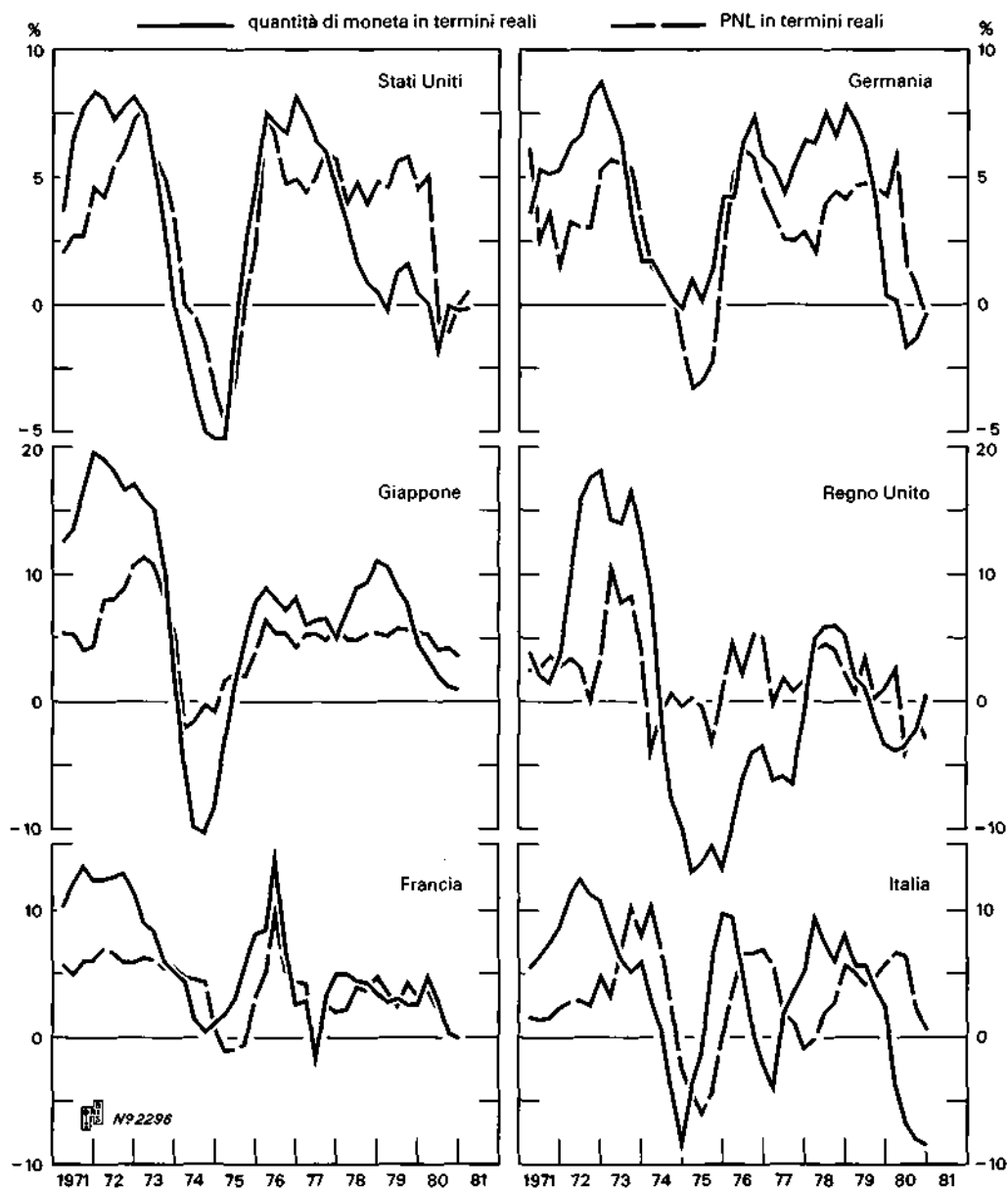
Lo scorso anno l'espansione del credito bancario all'interno è stata considerevole, sia in rapporto alla crescita della quantità di moneta in senso ampio sia in termini assoluti, nel Regno Unito, in Italia, Svezia, Danimarca e Svizzera. Inoltre, per poter finanziare tale espansione, le aziende di credito nella maggior parte di questi paesi hanno fatto ricorso su vasta scala all'indebitamento netto all'estero o a fondi in valuta estera non compresi nell'offerta di moneta. I prestiti bancari al settore privato si sono dilatati fortemente in Svizzera e in Italia in presenza di un'attività economica relativamente sostenuta, mentre nel Regno Unito ciò è avvenuto in circostanze alquanto differenti. Nondimeno, il credito al settore statale o pubblico ha rappresentato sia in Italia che nel Regno Unito una parte notevole dell'espansione complessiva del credito bancario; in Svezia e Danimarca esso si è assicurato addirittura la quota di gran lunga maggiore.

La crescita della quantità di moneta in termini reali. L'azione per rallentare l'espansione degli aggregati monetari nei paesi maggiori si è ovviamente fondata sul convincimento che essa avrebbe prima o poi comportato una riduzione dei tassi d'inflazione. Le speranze che l'adozione di decise politiche restrittive e le dichiarazioni di impegno da parte delle autorità a perseguirle risolutamente potessero condurre ad un rapido ridimensionamento delle aspettative inflazionistiche e delle rivendicazioni salariali si sono spesso dimostrate illusorie. Nel 1980 tali politiche erano all'opera già da qualche tempo. Ma in un contesto di forti perturbazioni dal lato dei prezzi ci si doveva attendere un impatto negativo sulla produzione e sull'occupazione anche in presenza di politiche gradualistiche rimaste in gran parte immutate.

Nella misura in cui i tassi d'inflazione divergono rispetto ai tassi di espansione monetaria, possono intervenire ampie fluttuazioni nella crescita della quantità di moneta in termini reali. Mentre è spesso controversa l'importanza delle variazioni di breve periodo nella quantità di moneta in termini reali, in molti paesi esse paiono essere effettivamente correlate ai cicli della produzione. Ciò può essere osservato nel grafico seguente, che raffronta i tassi di crescita del prodotto nazionale lordo, calcolati per periodi di quattro trimestri, con le variazioni "reali" della quantità di moneta in senso ampio. Le variazioni nella massa monetaria sono state deflazionate in base ai movimenti concomitanti degli indici dei prezzi per la spesa lorda interna.

Nella maggior parte dei paesi si osserva una tendenza dei movimenti reali della quantità di moneta ad anticipare quelli del prodotto nazionale lordo. Un tale profilo è presente nel corso di tutti gli anni settanta negli Stati Uniti, in Germania e in Francia, ed è prevalso durante lo stesso periodo in Giappone e in Italia. Per alcuni paesi, fra i quali il Regno Unito, una tale relazione rispetto al prodotto nazionale lordo può essere riscontrata anche per quanto riguarda gli aggregati monetari ristretti.

Quantità di moneta e prodotto nazionale lordo in termini reali.
Variazioni percentuali in periodi di quattro trimestri.*



* Basate su medie trimestrali. Le variazioni della quantità di moneta sono state deflazionate mediante l'indice dei prezzi per la spesa lorda interna. Per gli Stati Uniti e la Germania la scala delle ordinate è raddoppiata.

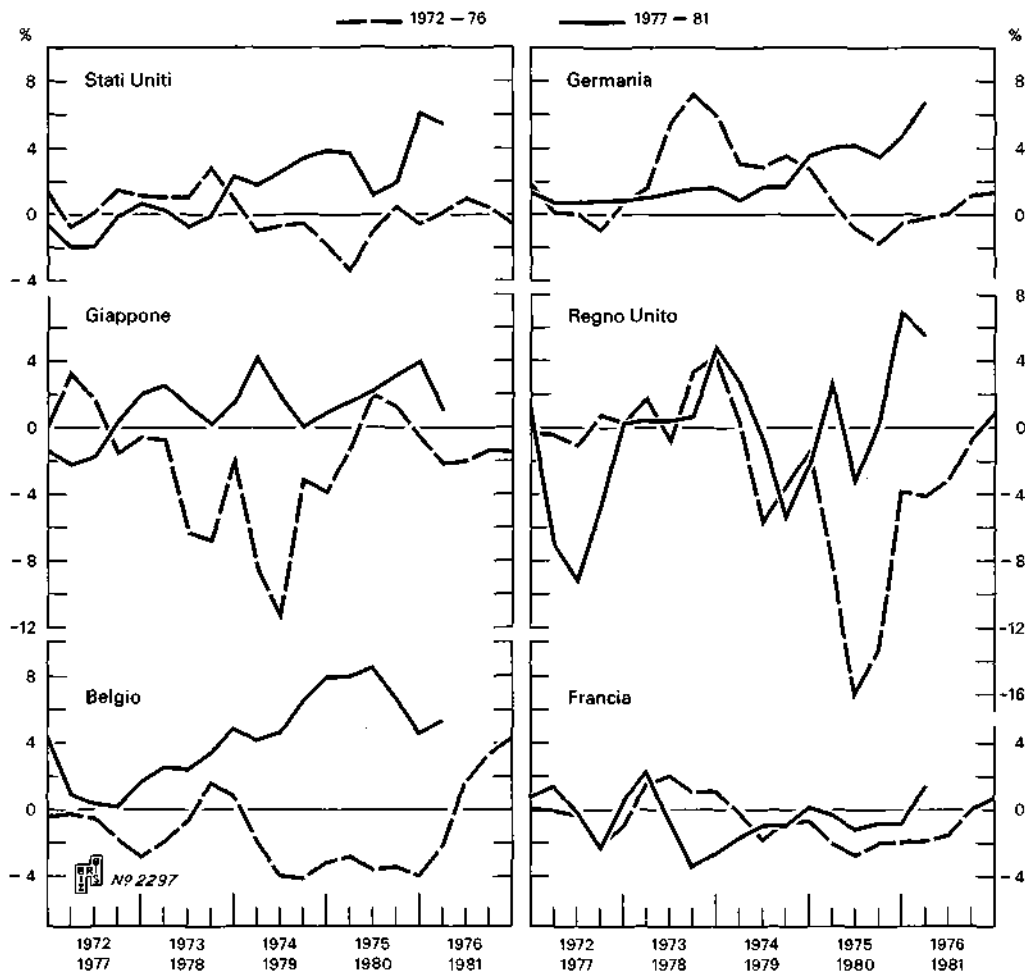
In termini reali, i tassi di crescita degli aggregati monetari più ampi sono diminuiti nettamente negli ultimi due anni in quasi tutti i paesi maggiori e paiono essere divenuti negativi in parecchi di essi. In Germania i recenti tassi di espansione reale della quantità di moneta in senso ampio sembrano muoversi a livelli inferiori a quelli del 1974. Ciò vale per i tassi di crescita reali di M_1 (ma non per gli aggregati più ampi) anche nel caso di Giappone e Regno Unito. Negli Stati Uniti, d'altro canto, i tassi di crescita su quattro trimestri di M_1 e M_2 in termini reali (deflazionati

mediante l'indice dei prezzi per la spesa lorda interna) sono stati considerevolmente più elevati - persino nel 1980 - di quelli registrati alla fine del 1974 e all'inizio del 1975.

I tassi d'interesse reali. A causa delle difficoltà nell'interpretare quelli che sono sovente movimenti divergenti di breve periodo nei diversi aggregati monetari, si è fatta strada la convinzione che i tassi d'interesse rettificati sulla base dei tassi d'inflazione attesi possano parimenti costituire un utile indicatore delle condizioni finanziarie prevalenti. I tassi d'interesse reali paiono esercitare un'influenza diretta su molte decisioni di indebitamento e di investimento e hanno un ruolo importante in talune concezioni del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Soltanto per pochi paesi sono disponibili misurazioni dirette delle variazioni attese dei prezzi. Per periodi abbastanza lunghi la dinamica effettiva dei prezzi dovrebbe tuttavia rispecchiare approssimativamente l'andamento delle aspettative. Il

Tassi d'interesse reali a breve termine.*



* Tassi rappresentativi del mercato monetario (per il Belgio, certificati a quattro mesi; per la Francia, depositi interbancari a un mese; per gli altri paesi, attività a tre mesi) deflazionati in base alla variazione media rapportata all'anno dei prezzi al consumo (per gli Stati Uniti, indice dei prezzi per la spesa lorda interna) nel trimestre corrente e in quello precedente.

grafico indica l'evoluzione dei tassi d'interesse reali a breve calcolati utilizzando le variazioni dell'indice dei prezzi al consumo (per gli Stati Uniti del deflatore della spesa lorda interna) nel trimestre corrente e in quello precedente.

Nel biennio successivo alla prima crisi petrolifera in tutti i paesi considerati i tassi reali del mercato monetario paiono essere divenuti in varia misura negativi con l'accelerarsi dell'inflazione. Negli Stati Uniti, in Giappone, Germania e Belgio questi tassi reali sembrano però essere diventati positivi nel periodo 1978-1980. In Francia e nel Regno Unito i tassi reali del mercato monetario sono stati generalmente più elevati nel periodo 1979-80 che negli anni 1974-75, ed alla fine dello scorso anno essi erano nettamente positivi. Negli Stati Uniti, in Giappone, Francia, Regno Unito e Belgio i rendimenti obbligazionari si situavano nel 1974-75 chiaramente al disotto dei correnti tassi d'inflazione, mentre nell'ultima parte del 1980 li superavano sensibilmente. In questi termini, i rendimenti obbligazionari "reali" in Germania paiono essersi mantenuti positivi lungo tutti gli anni settanta ed essere ulteriormente saliti nei primi mesi del 1981. I tassi d'interesse hanno raggiunto livelli vistosamente alti rispetto ai tassi d'inflazione in Belgio, dove la politica monetaria è stata soprattutto orientata a stabilizzare il valore esterno del franco belga in presenza di un ampio disavanzo di bilancio e di un forte squilibrio nella posizione esterna di parte corrente. I rendimenti obbligazionari "reali" sembrano essersi mantenuti relativamente elevati anche in Danimarca e - seppure in misura minore - in Francia.

I calcoli di tale tipo possono avere soltanto un valore indicativo. In presenza di elevati tassi d'inflazione, gli incrementi discontinui e di intensità variabile dei tassi d'interesse possono perdere parte dell'effetto dissuasivo sulla spesa. Con il passare degli anni pare inoltre aver perso d'importanza il fenomeno della illusione monetaria. Se così è stato, sia i mutuatari sia i prestatori di fondi potrebbero aver basato in misura crescente le proprie decisioni di investimento e di diversificazione dell'attività sui tassi reali di remunerazione e potrebbero aver accettato che gli alti tassi nominali non si debbano necessariamente discostare dai rendimenti sulle attività reali. In pratica, poi, sono i costi e i tassi di remunerazione al netto delle imposte che paiono essere rilevanti ai fini delle decisioni finanziarie. Negli Stati Uniti, ad esempio, una certa parte dei mutuatari del settore societario e dei mutuanti del settore delle famiglie potrebbe dedurre in conto imposte circa la metà del tasso d'interesse nominale prima di applicare un coefficiente di deflazione. Tuttavia, in una situazione in cui i redditi imponibili delle imprese sono fortemente compressi e queste ultime sono costrette ad indebitarsi semplicemente per evitare un dissesto finanziario, nessun aggiustamento di questo tipo potrebbe risultare adeguato. E la semplice incertezza circa l'evoluzione futura del tasso d'inflazione o dei prezzi relativi può far sì che i potenziali mutuatari siano restii ad assumersi impegni finanziari ad elevati tassi d'interesse nominali.

Le limitazioni e il razionamento del credito. L'evoluzione dell'offerta di moneta e dei tassi d'interesse può essere insufficiente a dare un'indicazione dell'impatto della politica monetaria laddove il credito è soggetto a razionamento. Negli ultimi anni le autorità degli Stati Uniti e del Regno Unito hanno fatto minore affidamento sugli strumenti di controllo quantitativo del credito, e in molti paesi l'eliminazione dei controlli sui tassi d'interesse e un'accresciuta concorrenza in termini di tassi nell'ambito del sistema finanziario hanno agito nel senso di togliere

efficacia ai meccanismi di razionamento applicati dalle banche. Negli Stati Uniti è gradualmente diminuita l'incidenza dei massimali sui tassi d'interesse. Il programma di controllo del credito era una forma di intervento diretto sul mercato, ma i suoi effetti, benché notevoli, sono stati di durata limitata. Nel Regno Unito le restrizioni note come *corset* sono state revocate nel giugno 1980 e in seguito il credito bancario ha segnato una forte dilatazione. Tuttavia, ciò potrebbe stare a indicare un processo di reintermediazione e un deterioramento della posizione finanziaria delle imprese piuttosto che l'accumularsi di pressioni nel precedente periodo di controlli.

Sono tuttora in vigore massimali all'espansione o altre forme di inquadramento del credito in Giappone, Francia, Italia, Paesi Bassi e in alcuni paesi industriali minori. I criteri-guida della Banca del Giappone noti come "window guidance" sono stati progressivamente allentati nel corso dell'anno e sono ora privi di connotazione restrittiva. Per contro, in Francia e in Italia i controlli sono stati inaspriti, ed un forte incremento del credito connesso al commercio con l'estero pare essere sintomatico dell'incisività delle limitazioni poste alle altre forme di credito. Nei Paesi Bassi e in Francia le banche hanno potuto liberamente ampliare al di là dei massimali il credito finanziato con mezzi non monetari. Ciò può avere attenuato gli effetti della stretta sulla disponibilità di credito, ma pare aver contribuito alle pressioni sui tassi d'interesse createsi nel mercato dei capitali.

In alcuni paesi i tassi d'inflazione elevati e più o meno imprevedibili hanno quasi paralizzato i mercati dei prestiti a lunga scadenza con interesse fisso. E' probabile che questi siano stati parzialmente surrogati da titoli a breve oppure con cedola variabile, ma potrebbe comunque essere stata scoraggiata una parte del ricorso al credito per finanziare investimenti produttivi a lungo termine o la costruzione di abitazioni. Negli Stati Uniti la disponibilità di mezzi finanziari sul mercato obbligazionario e del credito ipotecario è stata compressa ogniqualvolta i tassi d'interesse hanno raggiunto i livelli massimi, ma è alquanto probabile che sia stata influenzata soltanto la distribuzione nel tempo delle operazioni.

I tassi di cambio hanno assunto in molti paesi il ruolo di obiettivi intermedi o di indicatori della politica monetaria, e i loro movimenti sono talvolta sintomatici di un mutato apprezzamento circa l'efficacia relativa delle politiche dirette principalmente a controllare la quantità di moneta. Tuttavia, i mercati dei cambi reagiscono altresì a svariate forze di natura non monetaria e i nessi fra i tassi di cambio e la situazione monetaria sono estremamente complessi. Lo scorso anno i mercati paiono aver scontato un intervento da parte delle autorità per limitare le oscillazioni dei tassi di cambio, cosicché è stata attribuita un'importanza maggiore del consueto ai differenziali dei tassi d'interesse in termini puramente nominali. Date tali circostanze, in alcuni paesi con tassi d'inflazione comparativamente bassi è stato necessario rendere le condizioni monetarie relativamente più restrittive che in passato. Un ulteriore problema è dato dal fatto che, mentre gli effetti del deprezzamento di una moneta sul tasso d'inflazione interno possono essere percepiti quasi immediatamente, gli effetti di un apprezzamento richiedono un certo tempo per esplicarsi appieno. La forza della sterlina ha contribuito a rallentare l'inflazione nel Regno Unito, benché in parte a prezzo di gravi pressioni sulla redditività delle industrie esportatrici.

Le indicazioni fornite dall'attività economica. Le politiche monetarie attuate negli ultimi anni sono state in gran parte dirette a contrastare l'inflazione, ma come

di consueto esse hanno avuto considerevoli ripercussioni sull'attività economica. In alcuni paesi l'impatto della politica monetaria sulle componenti della spesa aggregata sensibili ai tassi d'interesse è osservabile lo scorso anno nell'andamento delle scorte e dell'edilizia residenziale. Gli investimenti fissi si sono dimostrati generalmente alquanto resistenti, forse a causa delle attese inflazionistiche a lungo termine, ma altresì per effetto della maggiore importanza assunta dai progetti volti a economizzare energia. Il fatto che negli Stati Uniti la ripresa si sia avviata rapidamente nell'ultima parte del 1980, mentre l'attività produttiva ha sofferto una grave e protratta recessione in altri paesi, convalida in linea di massima l'impressione suscitata dagli indicatori delle condizioni finanziarie.

In taluni paesi la dinamica dei prezzi e della produzione fa ritenere che le condizioni monetarie si siano fatte più restrittive di quanto indichi l'andamento delle variabili intermedie nel corso del 1980. Nel Regno Unito, in particolare, l'espansione dell'offerta di moneta in senso ampio non si è di fatto mantenuta entro gli obiettivi fissati dalle autorità; tuttavia l'economia è entrata nella peggiore recessione del periodo postbellico, principalmente per effetto di una combinazione di pressioni dal lato dei salari e del tasso di cambio sulla situazione finanziaria delle società. Benché finora il loro impatto sia stato meno forte, anche in altri paesi sono emerse pressioni sulle posizioni finanziarie del settore privato. In Giappone, in particolare, le aziende paiono essere in grado di sopportare bene tali pressioni, ma in molti altri paesi gli sviluppi degli ultimi anni hanno reso il settore delle imprese assai dipendente dal finanziamento esterno.

Allorché sorgono impreviste difficoltà economiche, si pone la questione se sia giustificato un certo scostamento dall'itinerario di crescita monetaria annunciato pubblicamente oppure da un determinato obiettivo in termini di tasso di cambio, e se si debbano modificare in certa qual misura le linee direttrici prefissate. Laddove gli obiettivi monetari dichiarati sono ritenuti elemento essenziale delle strategie per il controllo dell'inflazione, vi è il rischio che anche una minima trasgressione dei medesimi possa compromettere la credibilità degli intenti delle autorità. Pur tuttavia, sia le correlazioni fra moneta e domanda sia i mercati dei cambi sono spesso instabili e in molti paesi gli obiettivi sono stati fissati sulla base di considerazioni alquanto semplici che potrebbero dimostrarsi inadeguate. E' ormai generalmente ammesso che l'effetto di perturbazioni dal lato dell'offerta non può essere neutralizzato semplicemente con politiche creditizie espansive, e la "regolazione fine" della domanda ha pochi sostenitori. Se da un lato ciò suggerisce la necessità di un maggiore ruolo delle strategie di stabilizzazione impostate sul medio termine, non sempre è possibile costituire rapidamente la fiducia in tale tipo di approccio. Pertanto, in una situazione in cui il retaggio delle passate politiche non è incoraggiante, le autorità potrebbero riscontrare che il margine di manovra a loro disposizione è limitato in relazione agli obiettivi di breve termine annunciati.

Le posizioni finanziarie del settore privato e i mercati del credito.

L'impatto della politica monetaria sull'economia non può essere valutato considerando semplicemente l'evoluzione degli aggregati monetari. Per disporre di una visione completa dell'interazione fra l'economia finanziaria e quella reale è necessario esaminare le posizioni finanziarie in senso lato dei settori.

Il settore delle imprese. Lo scorso anno le posizioni finanziarie del settore delle imprese hanno subito un deterioramento di natura congiunturale in molti paesi industriali. In genere l'impatto dell'attuale recessione è stato finora meno marcato di quello della precedente, ma in molti casi la ripresa intermedia non era stata completa e non aveva permesso un pieno ricupero sul piano della solidità dei bilanci. La situazione differisce tuttavia notevolmente a seconda dei paesi, come si può osservare, ad esempio, nel rapporto fra le risorse finanziarie interne e gli investimenti lordi. Negli Stati Uniti la quota di finanziamento interno nelle società non finanziarie, dopo essere fortemente diminuita nel 1979, lo scorso anno ha segnato una leggera ripresa parallelamente a un ridimensionamento della spesa delle imprese in investimenti fissi e in scorte. In nessuno di questi due anni tale quoziente è stato così basso come nel 1974, ma in media negli ultimi anni le società hanno fatto ricorso alle fonti di finanziamento esterno in misura assai maggiore che negli anni sessanta. Nel Regno Unito il deterioramento della capacità interna di finanziamento delle imprese del settore non petrolifero intervenuto lo scorso anno è stato paragonabile a quello avutosi nel 1974; tuttavia, traendo evidentemente insegnamento dalla precedente esperienza, le imprese hanno rapidamente ridotto la spesa per investimenti. In Giappone e in Germania, per contro, il rapporto di autofinanziamento delle imprese risulta sensibilmente migliorato nel periodo 1975-79, parzialmente in virtù degli sforzi di razionalizzazione e degli incrementi

Risorse finanziarie interne e quozienti di bilancio delle società non finanziarie.¹

Quozienti finanziari	Media		1973	1974	1975	1978	1979	1980
	1960-69 ²	1970-79 ³						
in percentuale								
Stati Uniti								
Quota di finanziamento interno	89	83	74	61	109	84	83	87
Attività liquide/debiti a breve	92	54	55	46	58	50	46	48
Debiti a lungo termine/indebitamento complessivo ⁴	69	65	65	62	66	64	62	61
Capitale proprio ⁵ /indebitamento complessivo ⁴	296	167	173	107	135	124	124	145
Giappone								
Disavanzo finanziario/investimenti ⁶	31	27	38	41	25	7	19	21
Attività liquide/indebitamento	44	48	48	46	46	49	49	47
Germania								
Quota di finanziamento interno	77	80	71	75	88	100	85	80
Attività liquide/debiti a breve	92	113	107	97	113	136	124	114
Debiti a lungo termine/indebitamento complessivo ⁴	61	66	64	64	67	68	66	65
Capitale proprio ⁵ /indebitamento complessivo ⁴	85	49	47	43	50	47	41	39
Francia								
Quota di finanziamento interno . . . . .	.	61	59	47	62	67	67	56
Attività liquide/credito complessivo . . . . .	.	26	24	24	27	28	30	29
Regno Unito								
Quota di finanziamento interno	99	97	99	52	112	101	71	75
Attività liquide/indebitamento bancario	94	64	64	50	61	67	59	58
Belgio								
Quota di finanziamento interno . . . . .	.	69	75	52	55	83	73	66

¹ Stime BRI basate sui dati nazionali per gli importi in essere a fine periodo (fatta eccezione per la quota di finanziamento interno e il quoziente di disavanzo finanziario). I dati comprendono: le società non finanziarie per gli Stati Uniti, la Francia e il Belgio; il settore delle imprese societarie per il Giappone; le società industriali e commerciali per il Regno Unito; il settore delle imprese (escluso il comparto dell'edilizia) per la Germania. La quota di finanziamento interno è data di regola dal rapporto fra il risparmio lordo più i trasferimenti netti in conto capitale ricevuti e gli investimenti lordi. (Per il Regno Unito e gli Stati Uniti sia il risparmio sia gli investimenti sono calcolati al netto delle plusvalenze delle scorte). Le attività liquide sono rappresentate principalmente dai depositi bancari; in alcuni casi esse comprendono altresì i titoli di Stato e determinati altri valori mobiliari. ² Per il Regno Unito, 1963-69. ³ Per il Belgio, 1972-79. ⁴ Indebitamento verso il mercato creditizio. ⁵ Alle quotazioni di mercato. ⁶ Indicatore approssimativo. Il denominatore non comprende gli investimenti lordi delle imprese pubbliche.

salariati relativamente contenuti, ma anche per effetto della più lenta dinamica degli investimenti rispetto al passato. In entrambi i paesi il nuovo deterioramento congiunturale è stato finora di modesta entità. In Francia, Italia e Belgio la capacità di autofinanziamento delle imprese era aumentata nel periodo 1976-79. Essa ha tuttavia subito una flessione nel 1980, anche se meno marcata che nel 1974.

Un fenomeno correlato, rilevabile in molti paesi, è la caduta della liquidità delle imprese ed un accresciuto ricorso all'indebitamento a breve. Nel Regno Unito il rapporto fra le attività liquide e l'indebitamento bancario delle società industriali e commerciali era sceso nel giugno 1980 ad un livello riscontrabile in precedenza soltanto nel 1974. Per quanto riguarda le società non finanziarie negli Stati Uniti, i rapporti fra attività liquide e passività correnti e fra debiti a lungo termine e indebitamento complessivo sono diminuiti progressivamente dalla metà degli anni sessanta, raggiungendo punte minime senza precedenti nel 1980. Le società avevano notevolmente accresciuto il ricorso a prestiti obbligazionari nella primavera e nell'estate scorsa, ma la nuova impennata dei tassi d'interesse ha ben presto posto fine a tale processo di ristrutturazione finanziaria. Lo scorso anno vi è stato un leggero deterioramento della situazione di liquidità delle imprese in Giappone e Germania, che ha peraltro fatto seguito a un considerevole miglioramento protrattosi per parecchi anni. In Germania, e a quanto pare anche in Giappone, la disponibilità di credito bancario a lungo termine ha permesso alle aziende di ridurre nel corso del passato decennio il loro ricorso a fonti di finanziamento a breve. Negli Stati Uniti le condizioni relativamente propizie sul mercato azionario hanno consentito nel 1980 un incremento notevole delle emissioni. Il rapporto fra capitale proprio e indebitamento è infatti aumentato sensibilmente, pur senza raggiungere i livelli caratteristici degli anni sessanta. Negli ultimi anni questo rapporto (calcolato sulla base delle quotazioni di mercato) si è ridotto decisamente nella maggior parte dei paesi industriali.

Poste di fronte alla scarsità di risorse finanziarie interne, alla difficoltà nel reperire nuovo capitale di rischio e all'incertezza dei tassi d'interesse sul mercato obbligazionario, in molti paesi le imprese hanno dovuto fare pesantemente ricorso al

Stati Uniti:
fondi raccolti sul mercato del credito dai settori interni non finanziari.

Voci	1973	1974	1975	1978	1979	1980				1981 I trim.
						I trim.	II trim.	II sem.	anno	
in percentuale del PNL										
Imprese non finanziarie . . .	7,2	6,9	3,2	6,0	6,5	6,6	3,2	5,1	5,0	5,0
Azioni	0,6	0,3	0,7	0,1	0,2	0,4	0,2	0,6	0,4	0,5
Obbligazioni	0,8	1,5	1,9	1,1	1,0	1,0	1,8	0,9	1,2	1,0
Titoli del mercato aperto . .	0,1	0,4	-0,2	0,2	0,4	1,2	0,8	-0,6	0,2	0,4
Prestiti bancari e altri	5,7	4,7	0,8	4,6	4,9	4,0	0,4	4,2	3,2	3,1
Famiglie	6,0	3,6	3,3	7,5	6,8	5,3	1,6	4,2	3,8	4,5
Prestiti ipotecari	3,6	2,6	2,6	4,9	4,6	4,0	2,2	3,3	3,2	2,8
Credito al consumo	2,0	0,7	0,6	2,3	1,8	0,9	-1,3	0,4	0,1	1,0
Prestiti bancari e altri	0,4	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,7	0,6	0,6	0,7
Settore statale*	1,7	2,3	6,3	3,4	2,2	3,5	3,6	4,6	4,1	4,1
Totale*	14,9	12,8	12,8	16,9	15,5	15,4	8,4	13,9	12,9	13,6

*Al netto delle variazioni nei saldi di tesoreria del settore statale.

credito bancario accordato a tassi d'interesse variabili, nonché a strumenti del mercato a breve quali effetti, accettazioni e carta commerciale. In parte ciò rispecchia il tentativo delle aziende di contenere i saldi liquidi e di adeguare le tecniche di raccolta dei fondi alle mutate relazioni di costo; ma riflette altresì la presenza di fattori estranei alla sfera decisionale delle società, come l'imposizione fiscale e l'inflazione. Questa evoluzione ha inoltre reso le imprese più vulnerabili di fronte a situazioni avverse sul piano economico e finanziario.

Il settore delle famiglie. Nel 1980 le famiglie hanno ristrutturato le proprie posizioni finanziarie in modo alquanto flessibile in risposta ai cambiamenti nelle prospettive economiche e al variare della configurazione dei rendimenti. Nel 1979 il credito per l'edilizia abitativa e al consumo si era dilatato fortemente in molti paesi, e negli Stati Uniti l'indebitamento del settore per prestiti rateali misurato in rapporto al reddito disponibile aveva raggiunto livelli senza precedenti. Il ritmo del ricorso al credito da parte delle famiglie ha subito un rallentamento abbastanza generale nel corso del 1980, mentre è aumentata l'accumulazione di attività finanziarie, sebbene in misura meno sensazionale di quanto si sarebbe potuto prevedere sulla base dell'esperienza del 1974.

Negli Stati Uniti il credito al consumo si è contratto nettamente nel periodo successivo all'annuncio del programma di controllo del credito nel marzo 1980. L'indebitamento delle famiglie per prestiti rateali si è ridotto notevolmente in rapporto al reddito disponibile senza tuttavia impedire una nuova espansione della spesa per consumi. Le difficoltà incontrate dagli istituti di risparmio nel tenere il passo con l'ascesa dei tassi d'interesse hanno ridotto il flusso del credito ipotecario, anche se ciò è avvenuto in misura assai inferiore rispetto a precedenti periodi di stretta creditizia in virtù delle modifiche sul piano normativo che autorizzano l'emissione di strumenti di risparmio più attrattivi. In genere l'indebitamento ipotecario a tasso fisso è stato scoraggiato da livelli dei tassi d'interesse considerati troppo elevati per essere duraturi. Tuttavia, verso la fine dell'anno le speranze di un prossimo calo dei tassi d'interesse si erano affievolite, e per i mutuatari venivano ad assumere maggiore importanza le prospettive di ulteriori forti aumenti nei costi di costruzione e nei prezzi degli immobili. Negli Stati Uniti sono state impiegate in modo più diffuso nuove forme di prestito ipotecario che prevedono tassi variabili e che in alcuni casi consentono al mutuante di beneficiare dell'incremento di valore della proprietà immobiliare. Pertanto il credito ipotecario ha potuto espandersi in modo alquanto sostenuto anche nelle fasi di ascesa dei tassi d'interesse. Tuttavia, agli inizi del 1981 i prezzi delle abitazioni iniziavano a dare segni di cedimento.

Lo scorso anno l'accumulazione di attività finanziarie da parte delle famiglie è proceduta ad un ritmo piuttosto modesto nella maggior parte dei paesi. Nella composizione degli impieghi delle famiglie vi è stato uno spostamento abbastanza generalizzato dai depositi a vista e a risparmio verso i depositi vincolati, e in molti casi tale tendenza è stata più marcata che in precedenti periodi di elevati tassi d'interesse. In alcuni paesi si è avuta una considerevole acquisizione di attività finanziarie a più lunga scadenza, fra cui obbligazioni, ma gli acquisti si sono fortemente concentrati in periodi relativamente brevi nei quali era palese un movimento al ribasso dei tassi d'interesse. Nel Regno Unito, contrariamente a quanto avvenuto nella maggioranza degli altri paesi, l'avanzo finanziario del settore delle famiglie ha segnato un forte incremento, che ha contribuito ad una rapida

espansione della massa monetaria in senso ampio. Ciò è imputabile, oltre che ai differenziali dei tassi d'interesse, alla gamma limitata di alternative attraenti, rispetto ai depositi bancari, per l'impiego della ricchezza finanziaria delle famiglie; nel frattempo sono stati formulati nuovi tipi di titoli di Stato destinati a questo settore.

Il credito bancario al settore privato. In un contesto di crescenti pressioni finanziarie e di mutanti strutture dei tassi d'interesse, il credito bancario al settore privato si è evoluto in modo disuguale – spesso contrastante – a seconda dei paesi. Negli Stati Uniti il credito bancario si era fortemente dilatato agli inizi del 1980 prima dell'introduzione dei controlli creditizi. Esso ha quindi subito una temporanea contrazione nel secondo trimestre – meno netta che nel 1974 – per poi riprendere ad espandersi nel periodo successivo, segnando un'accelerazione nel quarto trimestre. Questo profilo temporale vale sia per il credito alle imprese sia per quello al consumo, ma nel primo caso le fluttuazioni sono state accentuate da spostamenti nella struttura del finanziamento delle società indotti dalle variazioni relative fra i tassi attivi minimi delle banche ed il costo dell'emissione di titoli del mercato a breve. Agli inizi del 1981 le banche hanno reagito alle spinte concorrenziali aumentando la quota dei prestiti negoziati a tassi d'interesse diversi dai *prime rates* dichiarati.

Stati Uniti: variazioni nella distribuzione del credito bancario.¹

Voci	1974	1975	1976	1979	1980				Ammontare in essere dic. 1980 ²
					I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
in percentuale									
Titoli del Tesoro	- 8,5	52,9	22,5	0,4	3,0	10,6	39,6	11,3	109,6
Altri prestiti e impieghi	12,0	0,3	6,1	12,6	12,2	- 5,7	11,2	14,7	1.127,3
Crediti alle imprese ³	19,3	- 3,8	1,3	17,5	16,7	- 9,6	14,4	22,3	325,3
<i>Per memoria:</i>									
<i>Crediti alle imprese a breve termine⁴</i>	23,6	- 4,0	4,5	20,0	22,0	0,6	8,0	16,5	476,3

¹ Variazioni annue o trimestrali rapportate all'anno base sul l'ultimo mese del periodo. ² In miliardi di dollari USA. ³ Crediti commerciali e industriali. ⁴ Crediti commerciali e industriali erogati da banche commerciali più effetti commerciali di imprese non finanziarie, crediti alle imprese erogati da società finanziarie e accettazioni bancarie in circolazione al di fuori del settore bancario.

In Giappone, dove la posizione finanziaria delle società è rimasta abbastanza solida, nel 1980 il credito bancario all'economia si è accresciuto soltanto in misura modesta; in molti paesi dell'Europa continentale tale aggregato ha per contro rallentato progressivamente la propria crescita fin verso la fine dell'anno rispecchiando a quanto pare un atteggiamento di cautela, da parte sia delle imprese sia delle famiglie, dinnanzi all'indebolimento dell'attività economica. Tuttavia, in alcuni di questi paesi vi è stata una nuova accelerazione verso la fine del 1980 e nei primi mesi del 1981. In analogia a quanto osservato per gli Stati Uniti, il lento adeguamento dei tassi attivi di base al variare delle condizioni finanziarie potrebbe aver influito in alcuni paesi sull'evoluzione del credito bancario. In Germania, fra maggio e settembre, le imprese hanno raccolto ingenti fondi a breve sugli euromercati. In taluni paesi l'indebitamento aggiuntivo può tuttavia essere la conseguenza inevitabile degli sforzi compiuti per far fronte a *cash flows* cedenti. La

massiccia espansione del credito bancario al settore privato prodottasi lo scorso anno nel Regno Unito è ampiamente attribuibile alla difficile situazione finanziaria delle società, benché vi abbia altresì contribuito la reintermediazione del finanziamento cambiario sviluppatosi in presenza delle restrizioni note come *corset*.

Credito bancario alle imprese e ai privati.*

Variazioni in periodi di dodici mesi terminanti in dicembre.

Anni	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canadà	Belgio	Paesi Bassi	Svezia	Danimarca
	in percentuale									
1973	18,4	10,9	19,6	33,9	17,6	23,4	15,5	27,8	12,1	15,4
1974	12,5	6,4	18,1	16,3	20,3	20,8	13,0	20,5	11,8	7,0
1975	12,0	5,2	12,1	5,0	15,0	16,2	14,3	12,2	12,4	16,3
1979	7,9	12,1	15,3	23,2	20,6	20,6	13,7	15,9	13,4	3,9
1980	8,3	9,8	14,3	21,2	17,7	12,5	8,7	10,2	11,6	7,1

* Dati basati su fonti nazionali. Per Francia, Canadà e Danimarca, comprende il credito agli enti pubblici esclusa l'amministrazione centrale.

Il finanziamento del settore pubblico.

Parzialmente di riflesso agli sviluppi della politica fiscale trattati nel capitolo precedente, in generale nell'attuale fase di aggiustamento l'incremento del fabbisogno dell'amministrazione centrale e del settore pubblico pare essersi finora mantenuto entro limiti abbastanza modesti. In rapporto al prodotto nazionale lordo nel 1980 il fabbisogno è stato di regola superiore a quello dell'anno precedente ma, se si eccettuano Belgio e Paesi Bassi, esso è risultato inferiore alle punte del 1975 e 1978.

In molti paesi lo Stato ha incontrato difficoltà nel reperire un flusso costante di risorse non monetarie per la copertura del disavanzo. Nel Regno Unito, durante il 1980 sono state talvolta collocate considerevoli quantità di titoli pubblici presso il settore privato non bancario, offrendo rendimenti nominali apparsi sempre più allettanti in termini reali con il migliorare delle prospettive circa l'inflazione. In Francia, il Tesoro si è parimenti dimostrato fermamente deciso a finanziare la maggior parte del disavanzo mediante il collocamento di obbligazioni. Le aspettative di un rialzo dei tassi d'interesse e le strutture inverse dei rendimenti presenti in gran parte del periodo non hanno favorito acquisti su vasta scala di titoli a lunga scadenza con cedola fissa da parte del settore non bancario, cosicché, nel tentativo di raccogliere fondi presso quest'ultimo, in molti paesi lo Stato ha dovuto fare intensamente ricorso all'emissione di titoli a breve, come i buoni del Tesoro negli Stati Uniti e in Italia, oppure di obbligazioni a medio termine, come avvenuto in Giappone. Nel Regno Unito e in Italia si è altresì proceduto all'emissione di titoli a tassi d'interesse variabili o collegati all'indice dei prezzi, e sempre nel Regno Unito sono stati preannunciati nuovi strumenti di questo tipo agli inizi del 1981.

Il sistema bancario ha assunto un volume alquanto consistente di titoli di Stato negli Stati Uniti e in Giappone, mentre in Germania gli enti pubblici hanno fatto ricorso in misura notevole a prestiti bancari diretti. Il finanziamento con mezzi monetari di vario tipo è stato considerevole anche in Belgio e nei Paesi Bassi.

Finanziamento del settore pubblico.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	0,8	6,6	14,6	7,0	4,8	10,1	6,7
	1978	8,1	1,8	3,1	15,0	10,7	4,0	5,1	2,7
	1979	9,4	0,8	3,4	11,6	10,2	5,1	6,6	2,0
	1980	12,1	0,8	3,8	10,6	9,8	6,8	5,6	3,6
Fabbisogno dell'amministrazione centrale ³	1975	5,6	3,0	6,2	11,3	2,7	3,0	8,0	5,9
	1978	6,3	1,3	3,3	14,4	5,7	3,3	5,1	2,7
	1979	7,4	1,2	3,1	11,1	5,2	4,4	5,5	1,9
	1980	9,0	1,3	3,7	10,3	5,6	4,8	5,1	3,6
<i>copertura:</i> Sistema bancario	1975	0,7	2,2	4,9	8,1	2,1	0,9	2,3	2,3
	1978	2,8	- 0,3	2,7	7,7	4,0	0,7	- 0,3	- 0,1
	1979	3,6	0,2	2,3	2,6	3,6	1,8	0,1	0,4
	1980	3,3	- 0,5	1,8	3,8	2,8	0,5	0,1	1,0
Altre fonti interne	1975	4,9		1,0	3,2		2,1	5,5	3,1
	1978	2,6		0,5	6,6		2,6	4,5	1,4
	1979	2,2	0,8	0,6	8,3	0,6	2,6	5,5	2,1
	1980	1,3	1,6	0,4	6,3	1,7	4,3	4,5	2,4
Estero ⁴	1975	0,0	1,0	0,3	0,0	1,6	—	0,2	0,5
	1978	0,9	1,8	0,1	0,1	2,8	—	0,9	1,4
	1979	1,6		0,2	0,2		—	- 0,1	- 0,5
	1980	4,4		1,5	0,2		—	0,5	0,2

¹ Variazioni nette nella posizione debitoria e nei saldi di cassa, compreso l'indebitamento destinato alla concessione dei prestiti. Dati parzialmente basati su stime BRI. ² Amministrazione centrale e locale ed enti previdenziali, sulla base della gestione di cassa; (per la Francia, accredito netto (-)). 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. Per il Regno Unito, comprende il fabbisogno delle imprese pubbliche. ³ Per 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. ⁴ Per il Regno Unito e gli Stati Uniti, comprende gli aumenti (-) delle attività ufficiali in valuta estera.

Una novità, per quanto concerne la componente esterna, è rappresentata dall'ampio ricorso delle autorità tedesche a fondi esteri provenienti direttamente, oppure per il tramite dei canali bancari, dai produttori di petrolio e dagli altri paesi industriali. Anche il Tesoro belga ha attinto un volume notevole di fondi all'estero. Laddove lo scopo specifico è quello di attenuare le pressioni a breve termine sui tassi d'interesse interni e sul tasso di cambio, l'indebitamento esterno per finanziare la spesa pubblica può rappresentare transitoriamente un'utile scelta di politica monetaria. In molti casi esso può tuttavia fornire un inopportuno impulso indiretto alla creazione di liquidità interna allorché i fondi ottenuti sono convertiti in moneta nazionale.

In molti paesi si prospetta un allargamento del fabbisogno del settore pubblico. In parecchi casi le difficoltà di finanziamento che esso pone sono aggravate dall'impatto esercitato sulla ricchezza finanziaria e sulle aspettative di mercato dall'accumulazione di ampi disavanzi negli ultimi anni. Taluni problemi possono essere rilevati osservando l'andamento del debito pubblico in rapporto alla dinamica dei prezzi e della produzione.

Generalmente come conseguenza della ben maggiore ampiezza dei disavanzi negli anni successivi alla prima crisi petrolifera, in tutti i paesi riportati nella tabella

seguito l'indebitamento dello Stato e del settore pubblico è cresciuto molto più rapidamente nel periodo 1974-79 che negli anni 1969-74. Da un periodo all'altro la crescita economica ha subito un rallentamento e negli anni 1974-79 l'aumento del debito pubblico, che in alcuni paesi non si era discostato di molto dall'espansione del prodotto nazionale lordo nel periodo 1969-74 considerato nel suo insieme, ha ovunque sopravanzato di gran lunga la crescita produttiva. In molti paesi l'ampiezza del debito pubblico era diminuita notevolmente in rapporto al PNL negli anni 1969-74 mentre, salvo poche eccezioni (fra cui quella notevole del Regno Unito), si è accresciuta nel periodo 1974-79. L'aggregato del debito pubblico varia concettualmente da paese a paese e non è quindi in grado di fornire un'indicazione esatta circa i livelli relativi degli indici di indebitamento. E' chiaro tuttavia che ampi fabbisogni finanziari in rapporto al PNL si sono spesso accompagnati a sensibili aumenti di tali indici. Ciò è avvenuto ad esempio in modo particolarmente marcato in Giappone e in misura abbastanza limitata in Francia. In pari tempo, gli elevati tassi d'inflazione, con il loro effetto di erosione sul valore reale del debito in essere, hanno agito nel senso di ridurre l'indice di indebitamento, particolarmente nei paesi, come il Regno Unito e l'Italia, dove il debito pubblico era già elevato in rapporto al prodotto nazionale nei primi anni settanta.

Debito pubblico, produzione e prezzi.¹

Debito di:	Anni o periodi	Stati Uniti	Germania	Giappone	Francia	Regno Unito	Italia	Belgio	Paesi Bassi	
		in percentuale del PNL								
Amministrazione pubblica ²	1969	42	20	22	.	105	47	78	56	
	1974	35	19	29	.	71	57	68	39	
	1979	36	30	55	.	65	68	76 ³	43	
Amministrazione centrale	1969	31	8	5	23	80	38	52	29	
	1974	25	7	7	16	52	45	39	18	
	1979	27	15	24	17	51	63	50	27	
		incremento totale durante il periodo, in percentuale								
Amministrazione pubblica	1969-74	26	63	188	.	26	159	58	31	
	1974-79	73	115	212	.	103	189	63 ⁴	73	
Amministrazione centrale	1969-74	26	69	233	26	22	157	37	16	
	1974-79	82	181	447	91	118	236	100	135	
PIL a prezzi costanti	1969-74	13	20	41	28	14	23	29	26	
	1974-79	18	15	28	16	9	12	10	12	
Livello dei prezzi ⁵	1969-74	33	38	56	42	56	61	41	49	
	1974-79	42	23	28	64	110	117	41	41	

¹ Stime BRI, basate su dati nazionali che differiscono concettualmente da paese a paese. Consistenza del debito pubblico rilevata a fine marzo per il Regno Unito e a fine anno per gli altri paesi. Per la Germania, debito lordo; per il Giappone, obbligazioni dell'amministrazione centrale emesse all'interno più (nel caso dell'amministrazione pubblica) le obbligazioni e l'indebitamento degli enti locali e delle imprese pubbliche; per la maggior parte degli altri paesi, debito in essere al netto delle disponibilità liquide e delle posizioni debitorie intra-settoriali. ² Amministrazione centrale, amministrazione locale ed enti di previdenza sociale. Per la Germania l'amministrazione pubblica, ad esclusione degli enti di previdenza sociale; per il Giappone e il Regno Unito, comprende il debito delle imprese pubbliche; per l'Italia, settore pubblico allargato, comprendente alcune imprese e gestioni pubbliche. ³ 1978. ⁴ 1974-78. ⁵ Basato sui deflatori del PIL.

Dal momento in cui il rischio di persistenti alti tassi d'inflazione si è tradotto in un aumento del costo del denaro, gli oneri in conto interessi hanno iniziato a dilatare progressivamente il disavanzo corrente del settore pubblico. In tali circostanze il nuovo indebitamento pubblico, di per sé tipicamente ampio in rapporto al debito in essere in clima inflazionistico, ha potuto essere negoziato a

lungo termine su una base di tassi d'interesse fissi soltanto a condizioni che rischiano di rivelarsi assai onerose in termini reali qualora diminuissero i tassi d'inflazione. Il "premio inflazione", che vale anche per l'indebitamento del settore privato, in alcuni paesi ha contribuito ad allontanare le società non finanziarie dal mercato obbligazionario. Naturalmente anche i paesi in cui l'inflazione si è mantenuta finora a livelli abbastanza contenuti devono considerare il rischio che un ulteriore accrescimento del ricorso al credito possa aumentare le spinte sui tassi d'interesse e operare una estromissione dei mutuatari privati.

Non è facile stabilire stretti nessi statistici ex post fra il fabbisogno di finanziamento del settore pubblico e i tassi di crescita monetaria oppure il livello dei tassi d'interesse. Gli ingenti fabbisogni finanziari in connessione di conflitti bellici si sono accompagnati in molti paesi ad elevati tassi di espansione monetaria e di inflazione, ma in diversi casi gli ampi disavanzi di bilancio si sono tradotti principalmente in disequilibri nei pagamenti con l'estero con un conseguente drenaggio di liquidità. In molti paesi i tassi di crescita degli aggregati monetari sono correlati strettamente alle fasi cicliche del credito al settore privato e dell'attività economica. I tassi d'interesse reagiscono agli sviluppi esterni — sia direttamente, sia in conseguenza dell'azione delle autorità — e le oscillazioni più ampie rispecchiano variazioni nelle aspettative inflazionistiche che possono essere correlate positivamente ai tassi di espansione monetaria. Al momento attuale, tuttavia, i mercati del credito e dei capitali sono dominati in parecchi paesi dall'indebitamento del settore pubblico. Senza dubbio, in certa misura ciò compensa semplicemente la debolezza ciclica della domanda privata di credito, ma non è ingiustificato associare — almeno in parte — gli elevati livelli dei tassi d'interesse in molti paesi al fatto che il fabbisogno finanziario del settore pubblico è già decisamente ampio e pare destinato ad accrescersi ulteriormente.

I problemi di politica monetaria.

La politica monetaria, e in particolare l'azione tesa a stabilizzare la crescita degli aggregati, hanno assunto in molti paesi il ruolo di cardine della politica macroeconomica. Non sorprende perciò la notevole importanza attribuita agli sforzi per migliorare il controllo delle grandezze monetarie. In questo contesto le banche centrali sono pervenute ad accettare, e persino ad incoraggiare, una maggiore flessibilità dei tassi d'interesse. Ciò è pienamente coerente con il convincimento che i tassi d'interesse costituiscono un elemento importante non solo nei meccanismi di controllo monetario, ma anche nel processo attraverso il quale l'offerta di moneta agisce sull'economia.

Gli obiettivi fissati per le variabili intermedie e gli andamenti effettivi. Fatta eccezione per Italia, Belgio e Svezia, in tutti i paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera si fa ricorso a obiettivi o itinerari pubblicati per la crescita degli aggregati monetari, con funzione di orientamento della politica monetaria. In Italia le autorità rendono noto un limite-obiettivo per la crescita del credito totale interno; esse attribuiscono altresì importanza al contenimento dell'espansione della base monetaria, pur senza annunciare alcun obiettivo per tale aggregato. In Belgio il tasso di cambio costituisce di fatto un importante obiettivo intermedio di politica monetaria. In varia misura ciò vale altresì per Danimarca, Paesi Bassi, Francia e Germania. In effetti, gli accordi dello SME equivalgono a un obiettivo dichiarato in

termini di intervallo di oscillazione del tasso di cambio, quale variabile intermedia di politica economica, benché siano ovviamente possibili singoli aggiustamenti dei rapporti di cambio e sebbene vari da paese a paese la quota coperta dal sistema sull'insieme delle transazioni con l'estero. Anche se in molti casi le due forme di politica possono essere complementari, in circostanze difficili le autorità monetarie potrebbero non essere in grado di conseguire gli obiettivi fissati per gli aggregati monetari, evitando in pari tempo movimenti indesiderati del tasso di cambio. Negli Stati Uniti le autorità sono disposte ad intervenire sul mercato dei cambi per limitare le fluttuazioni di breve periodo, ma di regola attribuiscono una netta priorità all'azione diretta a controllare l'espansione monetaria.

Data la finalità loro attribuita di contribuire a moderare le aspettative inflazionistiche, gli obiettivi di crescita monetaria dichiarati pubblicamente sono stati di regola gradualmente corretti verso il basso. Nell'ultima parte del 1980 o agli inizi del 1981 sono stati annunciati aggiustamenti di questo tipo in Francia, Germania, Canada e — per quanto riguarda M_{1A} e M_{1B} — negli Stati Uniti. In Giappone sono stati progressivamente abbassati gli itinerari di crescita concepiti in forma di proiezioni dei tassi di espansione monetaria in periodi di quattro trimestri. Nel Regno Unito il Cancelliere dello Scacchiere ha confermato nel marzo 1981 che, relativamente al periodo con inizio in febbraio, l'intervallo di crescita fissato come obiettivo per M_3 in sterline sarebbe stato effettivamente abbassato come previsto nel piano a medio termine pubblicato un anno prima. Negli Stati Uniti il Federal Reserve System ha espresso la sua approvazione alle proposte del nuovo Presidente di dimezzare nell'arco di cinque anni l'attuale tasso di espansione monetaria.

In rapporto agli obiettivi prefissati, nel complesso i risultati ottenuti lo scorso anno — considerati esclusivamente in termini di tassi di crescita di determinati aggregati — sono stati abbastanza buoni nella maggior parte dei paesi. In Giappone, Germania, Francia e Svizzera il tasso di espansione delle variabili di obiettivo è risultato leggermente inferiore all'itinerario o all'intervallo di crescita corrispondente, e in Canada esso si è mantenuto entro il margine prefissato. In Germania lo scarto per difetto è stato trascurabile, tanto più se si considera che le autorità hanno deliberatamente puntato al valore inferiore dell'intervallo di crescita. Nei Paesi Bassi lo scorso anno la creazione di liquidità dovuta a fattori interni si è mantenuta pressoché in linea con l'obiettivo fissato dalle autorità. Negli Stati Uniti la crescita di M_{1A} e di M_{1B} , dopo le rettifiche rese necessarie dal ricorso inaspettatamente ampio ai servizi di trasferimento automatico (ATS), è risultata situarsi vicino al limite superiore dei rispettivi intervalli fissati come obiettivo. In Italia l'espansione del credito totale interno è stata superiore a quella che le autorità si prefiggevano, anche se l'entità modesta dello sconfinamento non rivela la misura in cui le componenti si sono allontanate dalla traiettoria prevista. Soltanto nel Regno Unito si è palesato un marcato divario fra gli obiettivi e i risultati. Benché le autorità fossero consapevoli del fatto che la revoca del *corset* avrebbe reso difficile l'osservanza dei limiti di crescita posti agli aggregati monetari, gli obiettivi prefissati non tenevano adeguatamente conto della complessità della situazione creatasi di fatto.

Il quadro si presenta tuttavia alquanto diverso se si considerano le variazioni in periodi inferiori all'anno. Negli Stati Uniti M_{1A} e M_{1B} sono cresciute moderatamente nel primo trimestre 1980; sono quindi addirittura diminuite nel secondo trimestre

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

Paesi	Aggregato monetario o creditizio	Obiettivo per il 1980	Espansione monetaria o creditizia nel 1980 ¹	Obiettivo per il 1981 ¹	Espansione monetaria o creditizia, medie trimestrali rapportate all'anno ²				
					1980				1981
					I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.
in percentuale									
Stati Uniti	M _{1A}	3,5-6,0	6,25	3,0-5,5	5,0	- 4,7	12,0	8,3	- 17,4
	M _{1B}	4,0-6,5	6,75	3,5-6,0	6,8	- 2,8	14,7	11,3	6,7
	M ₂	6,0-9,0	9,8	6,0-9,0	8,2	5,5	16,7	8,4	8,6
	M ₃	6,5-9,5	9,9	6,5-9,5	8,4	6,1	13,7	10,7	12,5
	Credito bancario totale	6,0-9,0 ³	7,9	6,0-9,0 ³	9,8	- 0,5	7,0	15,8	12,6
Giappone	M ₂ + CD	8,0 ⁴	7,8	> 7,0 ⁴	9,6	8,1	6,0	7,0	8,2
Germania	Moneta della banca centrale	5,0-8,0	4,9	4,0-7,0	6,1	4,3	3,8	5,8	5,9
Francia	M ₂	11,0	9,8	10,0	13,0	9,8	9,3	9,6	.
Regno Unito	M ₃ in sterline	7,0-11,0	19,4	6,0-10,0	7,4	10,7	39,0	20,7	10,2
Canada	M ₁	5,0-9,0 ⁵	6,5 ⁵	4,0- 8,0 ⁵	9,0	- 1,8	13,6	18,1	- 2,4
Svizzera	Base monetaria	4,0	2,2	4,0	- 8,9	0,9	- 0,2	- 0,5	.
Italia	Credito totale interno	17,5 ⁶	18,0 ⁶	16,0 ⁶	18,3	18,4	16,8	17,6	.

¹ Per gli Stati Uniti e la Germania, quarto trimestre su quarto trimestre; per il Giappone, quarto trimestre su quarto trimestre per il 1980, e secondo trimestre su secondo trimestre per il 1981; per la Francia e l'Italia, dicembre su dicembre; per il Regno Unito, periodi iniziati nel febbraio 1980 e nel febbraio 1981; per la Svizzera, novembre 1979-novembre 1980 e media annua per il 1981; per il Canada, periodi iniziati con il secondo trimestre del 1979 e agosto-ottobre 1980. Per gli Stati Uniti la crescita di M_{1A} e di M_{1B} nel 1980 è rettificata per tenere conto dei trasferimenti stimati di fondi su conti correnti non fruttiferi. Dopo tale rettifica gli intervalli di crescita fissati per il 1981 sono dello 0-3% per M_{1A} e del 5-7,5% per M_{1B}. ² Per la Svizzera e l'Italia, variazioni in periodi di quattro trimestri dei dati di fine mese non rettificati. ³ Valore stimato ritenuto compatibile con gli obiettivi fissati per gli aggregati monetari. ⁴ Proiezione pubblicata 2-3 mesi prima del termine del periodo di riferimento. ⁵ Tasso annuo. ⁶ Limite superiore espresso in valore assoluto: lire 59.000 miliardi nel 1980 e lire 64.500 miliardi nel 1981.

per poi espandersi molto rapidamente nella restante parte dell'anno. Nel corso del 1980 hanno iniziato ad avere effetto i vasti cambiamenti apportati all'assetto normativo in seguito all'approvazione, nel marzo 1980, del "Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act". Le banche sono state autorizzate ad offrire alla clientela i già citati servizi di trasferimento automatico (ATS) che consentono di trasferire fondi da un deposito a risparmio su un conto a vista, ed è stata permessa, a partire dall'inizio del 1981, l'estensione su scala nazionale dei depositi con ordini negoziabili di prelievo (conti NOW). Verranno inoltre gradualmente aboliti i massimali posti dalla Regolamentazione Q ai tassi d'interesse sui depositi. L'inclusione dei conti NOW in M_{1B} e non in M_{1A} spiega in larga misura l'andamento divergente di questi due aggregati nei primi mesi del 1981. Le fluttuazioni dei tassi d'interesse e i cambiamenti nelle aspettative circa la loro evoluzione devono parimenti aver contribuito agli ampi movimenti intervenuti nella domanda di saldi per scopi transattivi. Le variazioni di breve periodo nei tassi di crescita monetaria, soprattutto in una situazione di questo genere, non hanno necessariamente effetto sull'evoluzione dell'economia reale. Altre disposizioni contenute nella legge sul controllo della moneta dovrebbero in definitiva agevolare la Federal Reserve nel controllo degli aggregati. La legge prevede un'ampia revisione del sistema delle riserve obbligatorie e l'estensione a 35.000 banche e istituti di risparmio sia dell'obbligo di riserva sia dell'accesso al credito di risconto, precedentemente limitati alle 5.400 banche associate alla Federal Reserve.

Comunque, sono intervenute ampie fluttuazioni su base trimestrale del tasso di crescita monetaria anche in quei paesi dove, nel quadro di differenti sistemi di controllo monetario, non vi sono stati importanti cambiamenti istituzionali. In molti di essi le autorità non si sforzano di rispettare gli obiettivi monetari per periodi inferiori all'anno. Anche disponendo di tecniche più perfezionate, in pratica le banche centrali potrebbero essere nell'impossibilità di livellare le oscillazioni di breve periodo nei tassi di espansione monetaria. Uno sforzo in questa direzione potrebbe comportare inopportune pressioni sui tassi d'interesse e sui tassi di cambio. Le fluttuazioni a breve termine dei tassi di crescita monetaria non vanno necessariamente viste come elementi di disturbo e le autorità stesse cercano in genere di impostare la propria azione su una visione di più lungo periodo. E' auspicabile che con il volgere del tempo gli operatori economici apprezzino tale impostazione e adeguino conseguentemente il loro comportamento.

Nuove tecniche di politica monetaria. Uno dei problemi che si pongono alle autorità nel controllo della moneta è quello di discernere le perturbazioni transitorie nell'evoluzione delle variabili intermedie da movimenti tendenziali rispetto ai quali sarebbe opportuno intervenire. Un altro problema è quello di assicurare che all'occorrenza intervenga una risposta tempestiva e adeguata.

Si è spesso sostenuto che sarebbe possibile conseguire una maggiore stabilità dei tassi di crescita monetaria e dell'attività economica impiegando politiche impostate sulla manovra della base monetaria, anziché fare affidamento sui meccanismi dei tassi d'interesse. Negli Stati Uniti sono state istituite nell'ottobre 1979 nuove tecniche di controllo monetario nel breve periodo dirette in gran parte a influenzare le riserve proprie di liquidità delle banche. Tuttavia i tassi d'interesse continuano a rappresentare un importante elemento del processo attraverso cui le banche ed il pubblico adattano i loro portafogli finanziari all'azione delle autorità. Questi problemi sono stati parimenti oggetto di considerazione da parte delle autorità monetarie di altri paesi, fra i quali il Regno Unito, dove lo scorso anno i meccanismi di controllo monetario sono stati modificati in modo sostanziale. Finora soltanto in Italia, Svizzera e Spagna sono state adottate politiche che impiegano la base monetaria come indicatore o come variabile di controllo, e in nessuno di questi paesi le autorità si prefiggono di controllare strettamente la base monetaria nel brevissimo periodo. Tuttavia, nella regolazione del mercato monetario e delle riserve bancarie le autorità monetarie di un certo numero di paesi si sono indirizzate di recente verso approcci maggiormente impostati in termini quantitativi, permettendo che i tassi d'interesse del mercato monetario e persino i tassi ufficiali siano influenzati dalle forze di mercato. Un problema connesso concerne le implicazioni che tali procedure possono avere per i tassi d'interesse e i tassi di cambio.

Negli *Stati Uniti*, a partire dall'ottobre 1979 il ritmo di espansione monetaria, i tassi d'interesse e i tassi di cambio sono stati molto più instabili che in passato. Alcuni critici del nuovo corso della politica monetaria sostengono che l'irregolarità nella crescita degli aggregati monetari ha contribuito alle fluttuazioni eccessive dei tassi d'interesse. Vi sono tuttavia scarse prove che nell'attuale quadro istituzionale un obiettivo in termini di base monetaria aumenterebbe la precisione nella gestione della moneta o che esso potrebbe ottenere ciò senza destabilizzare ulteriormente i tassi d'interesse. Un'altra tesi è che le nuove tecniche hanno determinato una maggiore instabilità dei tassi del mercato monetario nel brevissimo periodo — benché meno di quanto avrebbe comportato un sistema completo di controllo della base

monetaria — ma che esse non sono di per sé la causa delle ampie oscillazioni dei tassi d'interesse prodottesi da un trimestre all'altro, le quali, in termini relativi, potrebbero anche non essersi discostate rispetto a precedenti episodi ciclici.

Nel 1980 le variazioni su base trimestrale dei tassi di crescita del PNL negli Stati Uniti sono state assai ampie. La previsione di restrizioni dirette del credito, l'imposizione di un programma di controllo creditizio e il suo successivo abbandono hanno avuto un forte impatto sulla configurazione della domanda di credito. Le prospettive circa l'inflazione sono state assai incerte e le aspettative del mercato paiono aver reagito a segnali distorti provenienti dall'indice dei prezzi al consumo. In connessione con la modifica delle tecniche, i margini di tolleranza fissati dalle autorità per le fluttuazioni del tasso sui Federal funds sono stati portati a 400-600 punti-base, dai 50-100 vigenti prima dell'ottobre 1979. Di conseguenza sono state possibili consistenti oscillazioni dei tassi d'interesse senza l'esplicita approvazione del Federal Reserve Board. Inoltre, la motivazione che stava alla base del cambiamento delle tecniche, ossia l'insoddisfazione circa i risultati dei precedenti tentativi di manovra graduale, pare aver indotto le autorità ad accettare ampi movimenti nei tassi d'interesse.

In confronto alle oscillazioni dei tassi d'interesse del mercato, nel 1980 le variazioni del saggio di sconto sono state modeste, benché sia stata in vigore una maggiorazione di 2 o 3 punti percentuali fra marzo e maggio e da novembre in poi. Nel maggio 1981, allorché il saggio ufficiale di sconto è stato innalzato dal 13 al 14%, la maggiorazione è salita a 4 punti percentuali. Alla luce dell'esperienza acquisita sono attualmente all'esame ulteriori modifiche nelle tecniche della Federal Reserve, quali un più frequente ritocco del saggio di sconto, aggiustamenti più decisi dell'evoluzione prescritta per le riserve proprie di liquidità delle banche allorché la massa monetaria si discosta dalla traiettoria assegnatale, e il ritorno al computo contestuale delle riserve. In ciascun caso i potenziali vantaggi connessi a un più stretto controllo delle riserve bancarie e dell'offerta di moneta devono essere commisurati ai rischi di un inopportuno aggravamento dell'instabilità dei tassi d'interesse.

Nel *Regno Unito* il "Libro Verde" sul controllo della moneta pubblicato dalle autorità nel marzo 1980 aveva considerato varie alternative alle tecniche esistenti per il controllo di M_3 in sterline, conformando a questo scopo la politica di bilancio, il finanziamento mediante titoli di Stato e i tassi d'interesse. Gli avvenimenti successivi hanno posto in luce alcuni dei problemi che possono sorgere con un sistema di tale tipo, senza tuttavia dimostrare chiaramente la realizzabilità o l'opportunità di tali estesi cambiamenti. Dato il ricorso al credito bancario per la copertura di ampi disequilibri nelle posizioni finanziarie delle società e delle famiglie e in presenza di fluttuazioni insolitamente irregolari nel fabbisogno del settore pubblico, la liquidità delle banche ha attraversato periodi di notevole tensione. Le autorità si sono mosse per allentare le pressioni sul mercato monetario — introducendo in tale contesto una nuova forma di acquisto temporaneo di titoli — piuttosto che correre il rischio di intensificare le spinte al rialzo sui tassi d'interesse e sul tasso di cambio.

In uno studio sui metodi di controllo monetario pubblicato nel novembre 1980 le autorità britanniche concludevano che sulla scorta dell'assetto attuale non è possibile formulare un giudizio categorico circa il grado di efficacia del controllo monetario in un sistema basato sul deposito di riserve bancarie obbligatorie, oppure

volontarie. Tuttavia, al fine di lasciare impregiudicata la scelta, è stato deciso di consentire al mercato di svolgere un ruolo più ampio nella determinazione dei tassi d'interesse a breve. Si è dato maggior rilievo alle operazioni ufficiali di mercato aperto su titoli a breve anziché al credito di risconto (di ultima istanza), e si è stabilito di abbandonare la prassi di offrire all'asta buoni del Tesoro in eccesso allo scopo di creare carenze di liquidità a cui sopperiva il successivo intervento della Banca d'Inghilterra. Il nuovo intento operativo era quello di mantenere i tassi d'interesse a brevissimo termine entro una fascia di oscillazione non resa nota pubblicamente e fissata in funzione del conseguimento degli obiettivi monetari. Il *minimum lending rate* doveva mantenersi al disopra dei tassi d'interesse di mercato comparabili pur restando entro la fascia. La Banca d'Inghilterra ha inoltre cessato di notificare i prezzi d'acquisto dei titoli con vita residua superiore a un mese, rispondendo per contro alle offerte.

Il medesimo studio annunciava l'abbandono della pratica di dichiarare il *minimum lending rate*, nonché l'abrogazione dei coefficienti di liquidità non appena fossero stati operanti criteri prudenziali alternativi per la liquidità bancaria. Nel gennaio e nel febbraio 1981 veniva intanto ridotto il coefficiente di liquidità. In un successivo documento pubblicato in marzo con il titolo "Monetary control: next steps", veniva annunciata la sostituzione del coefficiente di cassa dell'1,5%, osservato dalle *clearing banks* di Londra, con un obbligo di riserva minima da applicarsi uniformemente a tutte le banche e istituzioni raccogliatrici di depositi. Veniva altresì proposto un ampliamento dell'elenco delle firme di accettazioni ammesse al risconto, nonché l'introduzione di un deposito minimo da parte degli istituti di accettazione presso le *discount houses*, per far sì che il mercato dei titoli a breve conservasse una dimensione e una profondità sufficienti a secondare le operazioni delle autorità dopo l'abolizione della riserva di liquidità. L'intento era quello di permettere che gran parte delle operazioni delle autorità sul mercato dei titoli a breve continuasse a svolgersi con gli istituti di sconto e che il ricorso al credito di risconto rimanesse limitato a tali istituzioni.

Essendo divenuta sempre più controversa la funzione di M_3 in sterline quale indicatore monetario, nel discorso di presentazione del bilancio nel marzo 1981 il Cancelliere dello Scacchiere prefigurava l'adozione di nuove misure della base monetaria e dei depositi ordinari (da denominare M_2). Permaneva tuttavia il convincimento che un ampio aggregato avente una stretta correlazione con la spesa e con il ricorso al credito fosse quello più appropriato per esprimere la strategia delle autorità.

In Germania la Deutsche Bundesbank continua ad assumere la "moneta della banca centrale" ad indicatore dei risultati della politica monetaria, considerando quale variabile strumentale soltanto le riserve liquide libere delle banche, anziché una qualche eccezione della base monetaria totale. In presenza di forti deflussi di fondi, lo scorso anno si è fatto ricorso a riduzioni delle riserve minime obbligatorie e a regolari aumenti dei contingenti di risconto al fine di mantenere le riserve bancarie su una base costante. Tuttavia, questi strumenti tradizionali, che spesso hanno dimostrato di avere indesiderati effetti di segnalazione, sono stati integrati con nuovi meccanismi di "regolazione fine" di natura reversibile, come i riporti in valuta e le cessioni temporanee di effetti commerciali e di titoli, che consentono alle autorità di intervenire più attivamente nel secondare le esigenze di liquidità delle

banche. Inoltre, di fronte a un nuovo indebolimento del marco nel febbraio 1981, la Bundesbank chiudeva temporaneamente l'accesso all'anticipazione ordinaria su titoli — fino allora disponibile al tasso del 9% — annunciando che in sostituzione avrebbe offerto, se e quando ritenuto opportuno, crediti speciali in conto anticipazione ad un tasso d'interesse variabile giornalmente in funzione delle circostanze. I tassi del mercato monetario si sono ben presto stabilizzati ad un nuovo più elevato livello, sostenuti dall'offerta di crediti speciali in conto anticipazione al tasso del 12%.

Anche in *Giappone* è stata proposta in marzo l'introduzione di una nuova forma di rifinanziamento in base alla quale le anticipazioni su titoli sarebbero state accordate a tassi d'interesse prontamente aggiustabili a discrezione della banca centrale. Data la forte posizione esterna del Giappone, tale annuncio è stato accompagnato da una riduzione delle riserve obbligatorie e da un ulteriore abbassamento (il terzo dall'agosto 1980) del saggio ufficiale di sconto. Si è tuttavia ritenuto opportuno disporre di uno strumento più flessibile del saggio di sconto nel far fronte all'instabilità dei flussi di capitali qualora essa dovesse divenire causa di problemi. In Giappone la determinazione del tasso d'interesse sui mercati monetari è divenuta negli ultimi anni molto più soggetta alle forze della concorrenza per effetto della liberalizzazione dei controlli e della rapida espansione delle operazioni di cessione temporanea di titoli e del mercato dei certificati di deposito. Al pari della Germania, i tassi d'interesse di molte operazioni di prestito sono tuttavia ancora correlati in vario modo al saggio ufficiale di sconto.

Negli anni recenti è stata introdotta in diversi altri paesi una maggiore flessibilità nella determinazione dei tassi attivi della banca centrale. In *Canada* il saggio ufficiale di sconto dal marzo 1980 è stato variato in linea con il tasso d'interesse risultante dalle aste dei buoni del Tesoro a tre mesi. In *Francia* i meccanismi di rifinanziamento sono stati modificati nel marzo 1980 in modo da consentire una loro più pronta adattabilità al variare della situazione e dei tassi d'interesse del mercato. In novembre si è aggiunto un provvedimento di tipo più tradizionale consistente in un aumento delle riserve obbligatorie. Anche in *Italia* le autorità hanno introdotto alcune innovazioni nelle tecniche di controllo, in particolare per quanto concerne le operazioni sui buoni del Tesoro e l'impiego di operazioni di cessione temporanea di titoli effettuate a condizioni flessibili, ma non hanno rinunciato all'impiego deciso di strumenti tradizionali allorché ciò si è reso necessario. Nel marzo 1981 è stato elevato dal 16,5 al 19% il saggio ufficiale di sconto; sono stati inoltre aumentati gli obblighi di riserva sull'incremento dei depositi bancari e sono stati posti dei massimali all'emissione di accettazioni. In *Belgio* e nei *Paesi Bassi* i pronti e ampi aggiustamenti nelle condizioni del credito della banca centrale, particolarmente a livello marginale, non costituiscono di certo una novità. In Belgio è stata annunciata in marzo una nuova regolamentazione che permette di variare il tasso sulle anticipazioni della Banca Nazionale in funzione dei tassi del mercato monetario.

In certa qual misura la maggiore flessibilità nella determinazione dei tassi ufficiali è una risposta ad una più accentuata flessibilità sui mercati. Nel tentativo di stabilizzare i tassi di cambio o di impedire un eccessivo ricorso al rifinanziamento presso la banca centrale, le autorità monetarie hanno spesso dovuto trovare il modo di adattare le condizioni di accesso al credito più rapidamente di quanto fosse loro permesso dalle procedure tradizionali e dal quadro istituzionale. In alcuni paesi,

tuttavia, con i cambiamenti introdotti deliberatamente si è consentito ai rendimenti a breve sui mercati monetari di sottrarsi maggiormente all'influenza diretta delle autorità.

E' possibile un migliore dosaggio delle politiche? Attualmente gli elevati livelli dei tassi d'interesse rispecchiano gli alti tassi d'inflazione; tuttavia essi rispecchiano altresì una combinazione di politiche in cui quella monetaria deve essere orientata in modo più restrittivo di quanto sarebbe necessario qualora gli altri elementi di politica economica fossero meglio armonizzati. A loro volta gli elevati tassi d'interesse rendono in particolare più vulnerabili le posizioni finanziarie delle imprese ed accrescono i rischi ai quali queste ultime ed i loro creditori sono esposti in una fase di recessione.

Di fronte a gravi pressioni sui *cash flows* o sulla liquidità, le imprese potrebbero decurtare gli investimenti e l'occupazione, come pare essere avvenuto in particolare nel Regno Unito durante lo scorso anno, e come potrebbe avvenire attualmente in altri paesi. Qualora le società non fossero in grado di migliorare tempestivamente la propria capacità di sviluppo, potrebbero prodursi forze recessive ancora più gravi. Lo scorso anno è stato registrato un forte aumento della percentuale di fallimenti di società nel Regno Unito, in Francia, Germania e Stati Uniti. E' probabile che ciò sia avvenuto anche in altri paesi. In Germania e nel Regno Unito, le percentuali dei dissesti societari nell'ultima parte del 1980 rimanevano inferiori a quelle registrate nel periodo successivo alla prima crisi petrolifera, mentre negli Stati Uniti i fallimenti di imprese industriali e commerciali si situavano a livelli superiori alle punte massime precedenti. La maggior parte delle grandi società sono riuscite finora a far fronte alle avversità, ma alcune di esse hanno dovuto essere ristrutturare con l'assistenza dello Stato.

In alcuni paesi hanno anche iniziato a manifestarsi pressioni sui profitti o sulle posizioni di bilancio di determinate istituzioni finanziarie che tradizionalmente sono impegnate nella trasformazione delle scadenze e prestano a tassi d'interesse fissi. Negli Stati Uniti le istituzioni di risparmio, impegnate in prestiti ipotecari a bassi tassi d'interesse fissi ma costrette al tempo stesso a corrispondere tassi in linea con quelli del mercato monetario per attirare i depositi, hanno attraversato un difficile momento. Le banche commerciali della maggior parte dei paesi prestano principalmente a breve scadenza o a tassi d'interesse variabili o rinegoziabili, e pertanto sono state in grado di fronteggiare bene la situazione. Anche laddove tradizionalmente non erano impiegati questi strumenti, si manifesta una loro progressiva diffusione. La disponibilità di saldi transattivi o di depositi a risparmio a basso costo ha addirittura permesso ad alcune banche di aumentare il proprio margine lordo d'intermediazione al crescere dei rendimenti sul mercato. La posizione favorevole delle banche a questo riguardo pare tuttavia si stia indebolendo — e alquanto rapidamente in taluni paesi — poiché gli elevati tassi d'interesse forniscono altresì ai depositanti un forte incentivo a gestire più attivamente i propri impieghi.

Una severa stretta monetaria, se non sorretta da appropriate politiche in altre aree, può addirittura agire nel senso di pregiudicare il potenziale di offerta dell'economia. Essa potrebbe ad esempio incoraggiare afflussi di capitali, un apprezzamento della moneta e un deterioramento delle partite correnti. La presenza di tassi d'interesse elevati e di una debole domanda globale per un periodo

prolungato potrebbe comportare una seria perdita in termini di investimenti produttivi. Potrebbe venire a mancare la nuova capacità produttiva e professionale richiesta per sostenere una ripresa della produzione e le imprese potrebbero addirittura ridurre la capacità esistente o ritirarsi in modo permanente da tradizionali aree di mercato. Attualmente la lotta per diminuire i tassi d'inflazione o per mantenerli entro certi limiti è di importanza cruciale e la politica monetaria deve continuare ad accollarsi una larga parte dell'onere. Tuttavia nel mondo reale i costi che comporta il ricorso esclusivo ad una politica monetaria restrittiva e i rischi a ciò connessi possono rivelarsi elevati. Questi costi potrebbero essere giustificati, e finanche inevitabili, se per varie ragioni fossero precluse altre vie a sostegno della lotta contro l'inflazione. Nondimeno tali costi possono sovente essere ridotti in misura significativa mediante il ricorso ad un approccio di politica economica più eclettico, in particolare a quello che assicurasse un adeguamento dei bilanci pubblici in funzione di supporto della politica monetaria fino al limite consentito dalla situazione congiunturale.

V. IL COMMERCIO E I PAGAMENTI INTERNAZIONALI.

Questo capitolo analizza l'evoluzione nel 1980 del commercio internazionale e delle bilance dei pagamenti, su cui hanno influito in misura notevole i rilevanti aumenti nel prezzo del petrolio a partire dalla fine del 1978. La prima sezione tratta del commercio internazionale, il cui volume, per il 1980 nel suo insieme, ha superato di scarsa misura quello del 1979, e nel secondo semestre ha subito addirittura una riduzione, a causa della notevole contrazione nelle importazioni petrolifere e del rallentamento dell'attività economica nei paesi sviluppati. La seconda sezione presenta una breve analisi dell'andamento internazionale delle bilance dei pagamenti nel corso del 1980. Per quanto riguarda le partite correnti, le principali caratteristiche sono costituite dall'ulteriore ampliamento dello squilibrio tra i paesi dell'OPEC e il resto del mondo e, nella seconda metà dell'anno, da un processo di redistribuzione del disavanzo complessivo dei paesi non aderenti all'OPEC con un miglioramento della posizione dei paesi del Gruppo dei Dieci compresa la Svizzera. Il finanziamento dei disavanzi dei pagamenti correnti non ha presentato, nel complesso, grandi difficoltà nel corso del 1980, in parte per la misura in cui tali disavanzi hanno riguardato i paesi finanziariamente forti nell'ambito dell'area sviluppata e in parte anche poiché il settore bancario internazionale ha ulteriormente ampliato la propria attività di riciclaggio. Nella stessa sezione si mette inoltre a confronto l'evoluzione delle bilance dei pagamenti correnti dei paesi del Gruppo dei Dieci dopo la prima e la seconda tornata di forti rincari del petrolio e si esaminano le ragioni che hanno determinato un peggioramento assai consistente nella posizione aggregata delle partite correnti del Gruppo tra il 1974-75 e il 1979-80. La terza sezione analizza in maggior dettaglio l'andamento nel 1980 delle bilance dei pagamenti dei paesi sviluppati, e in particolare di quelli aderenti al Gruppo dei Dieci. La riduzione del disavanzo aggregato delle partite correnti del Gruppo dei Dieci tra il primo e il secondo semestre del 1980 è attribuibile essenzialmente al passaggio da un saldo passivo ad uno attivo per quanto riguarda gli Stati Uniti e il Regno Unito, e alla scomparsa di fatto del disavanzo del Giappone. La quarta e la quinta sezione considerano brevemente l'andamento delle bilance dei pagamenti dei paesi in via di sviluppo non petroliferi e dei paesi dell'OPEC, soffermandosi in particolare sul finanziamento del disavanzo dei primi e sull'impiego dell'eccedenza dei secondi.

Il commercio internazionale.

Nel 1980 il volume del commercio internazionale è cresciuto solamente dell'1,5%, dopo un aumento del 7% nel 1979. Tuttavia, l'incremento nei prezzi medi degli scambi internazionali è passato tra i due anni dal 18 al 20%, cosicché il valore in dollari dell'interscambio, pari a \$2.000 miliardi, ha superato del 21% quello del 1979. Fatta eccezione per il 1975, quando il volume del commercio internazionale si era ridotto del 5%, il tasso di crescita nel 1980 è stato il più basso registrato negli ultimi due decenni. Inoltre, il volume degli scambi internazionali si è ridotto del 3% circa tra il primo e il secondo semestre del 1980.

Gli aumenti nel prezzo del petrolio attuati nel 1979-80 sono stati l'elemento che lo scorso anno ha maggiormente influenzato il commercio internazionale, sia direttamente, attraverso gli effetti deflazionistici sulla domanda e inflazionistici sui costi a livello dell'economia mondiale, sia indirettamente, a seguito delle politiche restrittive adottate da molti paesi nel tentativo di contenere le conseguenze inflattive dei rincari petroliferi. Non sorprende che la variazione più marcata negli indici di volume del commercio internazionale sia avvenuta nel settore del petrolio dove, a un aumento del 3,5% nel 1979, ha fatto seguito una diminuzione del 10% nel 1980. Il commercio dei manufatti è cresciuto del 3%, rispetto al 5,5% nel 1979, mentre si stima che l'incremento negli scambi di prodotti agricoli si sia ridotto dal 7 al 4%.

Commercio internazionale, 1979-80.¹

Paesi	Esportazioni (f.o.b.)				Importazioni (c.i.f.)			
	1979	1980 ²			1979	1980 ²		
		anno	primo semestre	secondo semestre		anno	primo semestre	secondo semestre
miliardi di dollari USA (indice di volume 1978 = 100)								
Paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera	953 (106,6)	1.119 (111,0)	557 (112,5)	562 (109,5)	1.020 (108,4)	1.219 (107,5)	619 (111,2)	600 (103,8)
Altri paesi sviluppati ³	143 (109,0)	176 (114,2)	87 (115,1)	89 (113,3)	173 (108,2)	218 (110,1)	106 (109,9)	112 (110,3)
Totale paesi sviluppati	1.096 (106,9)	1.295 (111,4)	644 (112,8)	651 (110,0)	1.193 (108,4)	1.437 (107,9)	725 (111,0)	712 (104,8)
Paesi esportatori di petrolio ⁴	212 (103,0)	298 (89,4)	150 (93,9)	148 (84,9)	104 (88,2)	134 (102,3)	65 (99,8)	69 (104,8)
Altri paesi in via di sviluppo	175 (109,1)	216 (118,5)	105 (117,9)	111 (119,1)	223 (111,8)	286 (118,4)	137 (115,1)	149 (121,6)
Totale paesi in via di sviluppo	387 (105,7)	514 (101,6)	255 (103,8)	259 (99,5)	327 (104,3)	420 (113,3)	202 (110,2)	218 (116,3)
Paesi a economia pianificata ⁵	150	174	84	90	156	178	84	94
Totale generale ⁶	1.633 (106,6)	1.983 (108,6)	983 (110,2)	1.000 (107,0)	1.676 (107,5)	2.035 (109,1)	1.011 (110,8)	1.024 (107,5)

¹ Sulla base dei dati doganali. ² Dati parzialmente stimati. ³ Paesi dell'OCSE, meno i paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera, più Israele, Sud Africa e Jugoslavia. ⁴ Paesi dell'OPEC (Algeria, Arabia Saudita, Ecuador, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Venezuela) più Oman. ⁵ Bulgaria, Cecoslovacchia, Cina, Polonia, Repubblica democratica tedesca, Romania, Ungheria, URSS. ⁶ L'indice di volume non comprende i paesi a economia pianificata.

Considerando le diverse aree, dal lato delle esportazioni i paesi dell'OPEC sono stati i più colpiti dal rallentamento. Infatti, poiché la diminuzione del consumo mondiale di petrolio ha coinciso con un ulteriore aumento della quota dei paesi non OPEC sulla produzione complessiva di greggio, la riduzione del 14% nel 1980 nel volume delle esportazioni di petrolio dei paesi OPEC è stata notevolmente superiore alla contrazione nel totale degli scambi petroliferi internazionali. Nei paesi sviluppati le esportazioni sono cresciute, in termini di volume, ad un tasso inferiore di circa il 3% a quello del 1979, mentre le esportazioni reali dei paesi in via di sviluppo non petroliferi sono aumentate quasi allo stesso ritmo dell'anno precedente.

Per quanto concerne le importazioni, la variazione negativa di maggiore entità, in termini di volume, è quella segnata dai paesi del Gruppo dei Dieci, per i quali a una crescita dell'8% nel 1979 ha fatto seguito una flessione dell'1% nel 1980. L'incremento delle importazioni ha subito una contrazione dall'8 al 2% e dal 12 al 6% rispettivamente negli altri paesi sviluppati e in quelli in via di sviluppo non petroliferi. D'altro canto, il volume delle importazioni dei paesi OPEC, dopo una riduzione del 12% nel 1979, è cresciuto del 16% l'anno scorso.

Le caratteristiche salienti negli andamenti dei prezzi relativi degli scambi internazionali nel 1980 sono costituite da un peggioramento delle ragioni di scambio dei paesi non OPEC e da ulteriori ampi incrementi a favore di quelli dell'OPEC. Nei paesi sviluppati, le ragioni di scambio hanno subito un deterioramento del 6%, ossia doppio rispetto a quello del 1979. Per i paesi in via di sviluppo non petroliferi, le cui ragioni di scambio erano rimaste costanti nel 1979, il peggioramento dell'anno scorso è stato all'incirca del 6%. Le ragioni di scambio dei paesi dell'OPEC hanno registrato un miglioramento del 46% che fa seguito a quello del 25% nel 1979.

La riduzione del volume del commercio mondiale avvenuta nella seconda metà del 1980 si è tradotta in una diminuzione nelle quantità esportate relativamente a tutte le aree fatta eccezione per i paesi in via di sviluppo non petroliferi. La contrazione più forte ha riguardato i paesi del Gruppo dei Dieci, le cui importazioni si sono ridotte del 6,5% in termini di volume tra il primo e il secondo semestre. Parallelamente alla diminuzione nella quantità, il tasso di aumento dei prezzi del commercio internazionale è sceso da un semestre all'altro dal 12 al 4%, in gran parte come conseguenza della stabilizzazione dei prezzi petroliferi.

L'effetto congiunto delle variazioni di volume e di prezzo descritte in precedenza è consistito in un aumento di \$ 56 miliardi nell'eccedenza commerciale dei paesi OPEC (sulla base dei dati relativi al commercio internazionale riportati nella tabella di pagina 83), salita a \$ 164 miliardi e in un incremento nei disavanzi commerciali di gran parte dei restanti gruppi di paesi. In termini assoluti l'aumento maggiore è stato quello di \$ 33 miliardi relativo al disavanzo aggregato dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, ma in relazione alle dimensioni delle economie sono stati più ampi gli incrementi dei disavanzi commerciali dei paesi in via di sviluppo non petroliferi e dei paesi sviluppati minori, rispettivamente pari a \$ 22 e 12 miliardi. Solo i paesi a economia pianificata, che come gruppo registrano una limitata esportazione netta di petrolio, hanno mantenuto una bilancia commerciale più o meno in equilibrio. In linea con il rallentamento delle loro economie, il disavanzo commerciale aggregato dei paesi del Gruppo dei Dieci si è considerevolmente ridotto, passando da \$ 62 a 38 miliardi tra la prima e la seconda metà del 1980, mentre si sono avuti incrementi nei disavanzi dei restanti paesi sviluppati e dei paesi in via di sviluppo non petroliferi e una riduzione nell'avanzo dell'OPEC.

L'evoluzione delle bilance dei pagamenti.

I crescenti squilibri nel commercio internazionale si sono naturalmente riflessi nell'assetto globale delle bilance dei pagamenti correnti. L'avanzo delle partite correnti dei paesi dell'OPEC è cresciuto, secondo stime, da \$ 65 a 108 miliardi tra il 1979 e il 1980, e il disavanzo aggregato dei pagamenti correnti del Gruppo dei Dieci si è più che raddoppiato, passando da \$ 22 a 53 miliardi. I disavanzi aggregati degli

Saldi delle partite correnti, 1978-80.¹

Paesi ed aree	Saldo commerciale (f.o.b.)			Saldo delle partite invisibili			Saldo delle partite correnti		
	1978	1979	1980	1978	1979	1980	1978	1979	1980
miliardi di dollari USA									
Canada*	3,2	3,4	6,8	- 7,6	- 7,7	- 8,1	- 4,4	- 4,3	- 1,3
Francia	0,7	- 2,0	- 12,0	3,1	3,1	4,6	3,8	1,1	- 7,4
Germania	23,9	16,0	8,1	- 14,6	- 21,3	- 24,2	9,3	- 5,3	- 16,1
Giappone*	24,6	1,8	2,1	- 8,1	- 10,6	- 12,9	16,5	- 8,8	- 10,8
Italia*	2,9	- 1,1	- 15,9	3,3	6,2	6,0	6,2	5,1	- 9,9
Paesi Bassi*	- 1,5	- 1,5	- 1,3	0,1	- 0,8	- 1,5	- 1,4	- 2,3	- 2,8
Regno Unito	- 3,0	- 7,3	2,9	4,4	4,0	3,7	1,4	- 3,3	6,6
Stati Uniti	- 33,8	- 29,4	- 27,4	19,5	28,7	27,5	- 14,3	- 0,7	0,1
Svezia	2,6	0,8	- 0,3	- 2,9	- 3,5	- 4,9	- 0,3	- 2,7	- 5,2
Svizzera*	0,1	- 2,3	- 6,9	4,3	4,7	6,7	4,4	2,4	- 0,2
UEBL*	- 3,0 ²	- 5,0 ²	- 6,3 ²	2,0	1,7	0,4	- 1,0	- 3,3	- 5,9
<i>Gruppo dei Dieci e Svizzera</i>	<i>16,7</i>	<i>- 26,6</i>	<i>- 50,2</i>	<i>3,5</i>	<i>4,5</i>	<i>- 2,7</i>	<i>20,2</i>	<i>- 22,1</i>	<i>- 52,9</i>
Australia	0,1	2,4	1,6	- 4,0	- 4,4	- 5,3	- 3,9	- 2,0	- 3,7
Austria*	- 3,3	- 4,2	- 6,2	1,8	2,3	2,6	- 1,5	- 1,9	- 3,6
Danimarca*	- 2,4	- 3,1	- 2,0	0,9	0,2	- 0,5	- 1,5	- 2,9	- 2,5
Finlandia	1,1	0,4	- 0,6	- 0,5	- 0,6	- 0,8	0,6	- 0,2	- 1,4
Grecia*	- 3,5	- 5,0	- 5,5	2,5	3,1	3,4	- 1,0	- 1,9	- 2,1
Irlanda*	- 1,1	- 2,3	- 2,2	0,7	0,8	0,6	- 0,4	- 1,5	- 1,6
Israele	- 2,8	- 3,3	- 3,3	1,9	1,8	1,3	- 0,9	- 1,5	- 2,0
Jugoslavia*	- 3,5	- 6,1	- 4,8	2,2	2,4	2,6	- 1,3	- 3,7	- 2,2
Norvegia	- 0,5	0,3	2,1	- 1,6	- 1,3	- 1,1	- 2,1	- 1,0	1,0
Nuova Zelanda*	0,6	0,8	0,9	- 1,0	- 1,3	- 1,5	- 0,4	- 0,5	- 0,6
Portogallo	- 2,4	- 2,6	- 4,1	1,6	2,6	3,0	- 0,8	- 0,0	- 1,1
Spagna*	- 4,0	- 5,7	- 11,9	5,6	6,8	6,8	1,6	1,1	- 5,1
Sud Africa*	3,8	6,1	7,1	- 2,3	- 2,5	- 3,6	1,5	3,6	3,5
Turchia	- 1,9	- 2,3	- 3,6	0,7	1,1	0,9	- 1,2	- 1,2	- 2,7
<i>Altri paesi sviluppati</i>	<i>- 19,8</i>	<i>- 24,6</i>	<i>- 32,5</i>	<i>8,5</i>	<i>11,0</i>	<i>8,4</i>	<i>- 11,3</i>	<i>- 13,6</i>	<i>- 24,1</i>
<i>Totale paesi sviluppati</i>	<i>- 3,1</i>	<i>- 51,2</i>	<i>- 82,7</i>	<i>12,0</i>	<i>15,5</i>	<i>5,7</i>	<i>8,9</i>	<i>- 35,7</i>	<i>- 77,0</i>
Paesi esportatori di petrolio ³	41,6	112,9	163,5	- 43,8	- 48,4	- 55,5	- 2,2	64,5	108,0
Altri paesi in via di sviluppo	- 20,8	- 32,9	- 48,1	- 2,5	- 5,7	- 13,1	- 23,3	- 38,6	- 61,2
<i>Totale paesi in via di sviluppo</i>	<i>20,8</i>	<i>80,0</i>	<i>115,4</i>	<i>- 46,3</i>	<i>- 54,1</i>	<i>- 68,6</i>	<i>- 25,5</i>	<i>25,9</i>	<i>46,8</i>
Paesi a economia pianificata ^{3,4}	- 2,7	3,6	5,8	.	.	.	.	.	.

* Il saldo delle partite invisibili relativo a questi paesi non comprende i redditi da investimenti diretti in forma di utili non distribuiti.

¹ Sulla base delle transazioni, fatta eccezione per la Grecia e per la Nuova Zelanda. ² Importazioni e esportazioni in parte c.i.f. ³ Per l'elenco dei paesi si veda la tabella di pagina 83. ⁴ Cifre parzialmente stimate, sulla base dei dati doganali; comprende le esportazioni (stimate) di oro dell'URSS.

altri paesi sviluppati e dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, di \$24 e 61 miliardi rispettivamente, hanno superato di oltre il 50%, in termini di dollari correnti, quelli registrati nel 1979.

Ancora una volta il finanziamento dei disavanzi dei pagamenti correnti non ha presentato in generale grandi problemi. Ciò sembra dovuto a tre principali ragioni. Una prima ragione risiede nella misura in cui i disavanzi si sono concentrati sui paesi del Gruppo dei Dieci compresa la Svizzera, alcuni dei quali sono stati i destinatari diretti di capitali provenienti dai paesi OPEC, mentre altri erano in buona posizione per finanziare i propri disavanzi in altro modo. Per di più, metà del disavanzo aggregato di parte corrente del Gruppo dei Dieci è imputabile alla Germania e al Giappone, due fra i paesi finanziariamente più forti. In secondo luogo, i disavanzi dei pagamenti correnti dei restanti gruppi di paesi importatori di petrolio considerati nel loro insieme sono stati, in rapporto ai ricavi delle esportazioni, inferiori a quelli registrati dopo il rincaro del petrolio del 1973, nonostante gli ampi incrementi sia della dimensione del loro indebitamento esterno sia degli oneri ad esso connessi. Nel caso dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, il disavanzo aggregato delle partite correnti, in rapporto ai ricavi delle esportazioni, si è leggermente ridotto, tra il 1974-75 e il 1979-80, dal 28 al 27%, mentre per i paesi sviluppati minori la diminuzione è stata molto più marcata, ossia dal 27 al 12%. Infine, il settore bancario internazionale ha ulteriormente accresciuto, nel corso del 1980, le proprie operazioni di riciclaggio. I flussi netti di fondi provenienti dalle banche dichiaranti alla BRI e diretti verso i paesi in via di sviluppo non petroliferi e il credito erogato ai paesi sviluppati non compresi nell'area dichiarante sono aumentati rispettivamente di \$12 e 9,5 miliardi circa.

Un confronto fra l'evoluzione dell'assetto mondiale delle bilance dei pagamenti dopo la prima e dopo la seconda impennata nei prezzi del petrolio mette in rilievo il netto contrasto nella distribuzione per paesi dei disavanzi formati in contropartita delle eccedenze dell'OPEC. In particolare, i paesi del Gruppo dei Dieci più la Svizzera, la cui posizione esterna corrente era stata pressappoco in equilibrio durante il 1974-75, hanno registrato nel corso del 1979-80 un disavanzo aggregato cumulativo di \$75 miliardi, quasi uguale alla metà dell'avanzo dei paesi dell'OPEC.

In massima parte questa variazione è dovuta all'aumento, tra un periodo e l'altro, del disavanzo commerciale del Gruppo dei Dieci con i paesi dell'OPEC (sulla base dei dati doganali), passato da \$21 a 85 miliardi. Tra il 1978 e il 1980 i prezzi del greggio sono cresciuti di \$18 il barile, rispetto a un incremento di \$7,8 tra il 1973 e il 1975. Di conseguenza, l'impatto dei prezzi più elevati sul conto petrolifero con l'OPEC dei paesi del Gruppo dei Dieci è stato di circa \$135 miliardi tra il 1978 e il 1980, mentre tra il 1973 e il 1975 era ammontato a \$65 miliardi. Solo un quarto circa dell'effetto dovuto al rincaro è stato compensato da maggiori risparmi nel volume di importazioni petrolifere. Inoltre, nel 1979-80 i paesi del Gruppo dei Dieci sono riusciti in misura nettamente inferiore che nel precedente periodo a compensare una parte della più elevata spesa petrolifera attraverso un'espansione delle esportazioni verso l'OPEC. Nel biennio 1974-75 la vivacità della domanda di importazioni dell'OPEC aveva permesso ai paesi del Gruppo dei Dieci di incrementare di circa \$30 miliardi i propri proventi delle esportazioni verso tale area, in gran parte dovuti ad un aumento in termini di volume. Per contro, nel corso del 1979-80, le esportazioni verso i paesi dell'OPEC si sono leggermente

ridotte in termini di quantità e l'incremento degli introiti dovuti all'esportazione è stato solamente di \$ 18 miliardi.

Al deterioramento molto più consistente nel saldo commerciale con l'OPEC si aggiunge il fatto che i paesi del Gruppo dei Dieci non hanno avuto nel 1979-80 alcun mutamento di rilievo nell'avanzo commerciale aggregato con il resto del mondo, mentre nel 1974-75 vi era stato un aumento di \$ 25 miliardi. Ciò è dovuto a due ragioni. Innanzitutto, al fatto che il 1979 e la prima metà del 1980 hanno costituito un periodo di ininterrotto sviluppo economico, anche se a tassi decrescenti, nella maggior parte dei paesi del Gruppo dei Dieci, mentre il 1974 e la prima parte del 1975 avevano rappresentato una fase di recessione. In secondo luogo, le ragioni di scambio non petrolifere dei paesi del Gruppo dei Dieci si sono deteriorate nel corso del 1979-80, laddove erano migliorate durante il 1974-75.

Le bilance dei pagamenti dei paesi sviluppati.

Nell'ambito dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera, l'aumento, tra il 1979 e il 1980, nel disavanzo aggregato delle bilance delle partite correnti, salito da \$ 22 a 53 miliardi, ha riguardato gran parte di questi paesi. Rispetto al 1979 solo tre paesi hanno migliorato le loro posizioni correnti: il Regno Unito, con un'ampia inversione da un saldo passivo a un avanzo, gli Stati Uniti, dove il leggero disavanzo avutosi nel 1979 è stato eliminato, e il Canada, la cui posizione deficitaria si è ridotta in misura rilevante. Per il resto, si sono avuti ampi incrementi nei disavanzi correnti della Germania, del Belgio e della Svezia, e cospicui spostamenti da una posizione di eccedenza a una di disavanzo in Francia e in Italia. In Giappone e nei Paesi Bassi i disavanzi sono moderatamente cresciuti e in Svizzera il saldo delle partite correnti è passato da un avanzo a un leggero deficit. La riduzione, tra la prima e la seconda metà del 1980, nel disavanzo corrente aggregato del Gruppo dei Dieci, sceso da \$ 39 a 14 miliardi, è soprattutto dovuta ai miglioramenti nelle posizioni degli Stati Uniti e del Regno Unito, passati da un disavanzo a un'eccedenza, e alla rilevante diminuzione nel saldo passivo del Giappone nel corso dell'anno.

Dei paesi del Gruppo dei Dieci che nel 1980 hanno presentato un disavanzo nel saldo dei pagamenti correnti con l'estero, solo la Germania ha subito una perdita rilevante di riserve monetarie. I restanti paesi hanno finanziato i deficit delle partite correnti mediante afflussi di capitali, e quattro dei paesi in disavanzo - Francia, Italia, Giappone e Paesi Bassi - hanno addirittura accresciuto le proprie riserve lorde. Per quanto concerne i tipi di flussi di capitali che hanno contribuito a finanziare i disavanzi del 1980, Belgio, Germania e Svezia hanno fatto ricorso su larga scala all'indebitamento esterno da parte del settore pubblico, mentre nei restanti paesi in disavanzo gli afflussi di capitali hanno riguardato soprattutto il settore privato, in larga misura per il tramite del sistema bancario.

Nel 1980 la bilancia dei pagamenti degli *Stati Uniti* ha presentato notevoli variazioni, per quanto concerne sia le partite correnti sia i movimenti di capitali. Su base annua, si è avuto un miglioramento decisamente notevole nel saldo commerciale non petrolifero cosicché, nonostante un incremento nel valore delle importazioni nette di petrolio pari a \$ 18 miliardi, la bilancia delle partite correnti si è leggermente rafforzata, presentando un'eccedenza di \$ 0,1 miliardi. Inoltre, un

rilevante miglioramento nella bilancia commerciale globale nel corso del 1980 ha portato le partite correnti da un disavanzo destagionalizzato di \$ 5 miliardi nella prima parte dell'anno a un avanzo di analoga ampiezza nel secondo semestre. Per quanto concerne i movimenti di capitali (comprese le partite non identificate) si è avuta un'inversione molto ampia tra il 1979 e il 1980 nel saldo totale, da un afflusso netto di \$ 14,3 miliardi a un deflusso netto di \$ 7,9 miliardi, soprattutto per effetto dei consistenti deflussi bancari netti a partire dal secondo trimestre.

Nell'insieme dell'anno il disavanzo commerciale globale si è ridotto di \$ 2 miliardi, portandosi a \$ 27,4 miliardi. Se si escludono le importazioni nette di petrolio, il miglioramento nella bilancia commerciale è stato di \$ 20 miliardi. Poiché le ragioni di scambio sono peggiorate del 7%, il saldo commerciale è migliorato in termini reali di circa \$ 21 miliardi, di cui \$ 12 miliardi da imputarsi al petrolio. Il volume delle esportazioni è stato dell'8% più elevato che nel 1979, mentre le importazioni sono diminuite del 3%, essendosi ridotte del 20% le importazioni petrolifere e dell'1% le restanti poste. Il miglioramento nel saldo commerciale non petrolifero è dovuto all'effetto congiunto di una più contenuta crescita economica interna e del deprezzamento del dollaro nel corso del 1977-78.

I miglioramenti di gran lunga più ampi nella bilancia commerciale hanno riguardato le transazioni con i paesi della CEE e con i paesi in via di sviluppo non petroliferi: le variazioni sono state rispettivamente di \$ 8,4 e 5,2 miliardi tra il 1979 e il 1980. Quanto alla composizione merceologica, si sono avuti aumenti di \$ 9,7 miliardi nelle esportazioni nette di beni di investimento, di \$ 6,2 miliardi in quelle relative ai prodotti industriali non petroliferi e alle materie prime, e di \$ 5,8 miliardi nelle esportazioni agricole nette.

L'inversione nella posizione delle partite correnti avvenuta tra i due semestri del 1980 è quasi interamente dovuta alla riduzione, da \$ 18,4 a 9 miliardi, nel disavanzo commerciale destagionalizzato. Tale miglioramento è soprattutto attribuibile al fatto che il deterioramento delle ragioni di scambio, pari al 10% nel primo semestre rispetto alla seconda metà del 1979, è stato seguito da un miglioramento dell'1% nella seconda parte del 1980. L'andamento in termini di quantità, ricavato dai dati doganali, indica che il saldo commerciale reale è migliorato durante tutto l'anno. Il volume delle esportazioni, cresciuto in modo alquanto rilevante nel primo semestre, si è ridotto nella seconda parte del 1980 in linea con il rallentamento dell'attività economica negli altri paesi industriali. Contemporaneamente, tuttavia, la riduzione nel volume delle importazioni, iniziata nella prima parte dell'anno, si è accelerata parallelamente al ristagno della crescita del prodotto nazionale lordo degli Stati Uniti, cosicché in termini reali le importazioni hanno subito una contrazione più marcata di quella relativa alle esportazioni.

Nel 1980 l'avanzo delle partite invisibili si è ridotto di \$ 1,2 miliardi, portandosi a \$ 27,5 miliardi. Ciò è interamente dovuto ai più ampi esborsi netti nelle transazioni governative, sia per servizi di natura militare che in conto trasferimenti. Il saldo delle restanti transazioni invisibili ha presentato una variazione trascurabile. In particolare, il reddito netto da investimenti, salito di \$ 11,6 miliardi nel 1979 per un totale di \$ 32,5 miliardi, è rimasto allo stesso livello nel 1980. Una riduzione nel saldo degli utili non distribuiti da investimenti diretti è stata esattamente compensata da un aumento in quello degli altri redditi netti da investimento.

Per quanto concerne i movimenti di capitali, tra il 1979 e il 1980 si è avuto un aumento quasi quintuplo nei deflussi netti identificati, passati da \$9,5 a 43,5 miliardi. Se si tiene conto dell'incremento di \$11,8 miliardi negli afflussi netti per partite non identificate, che probabilmente riflettono soprattutto afflussi di capitali privati non rilevati, la variazione nel saldo dei movimenti di capitali è stata di \$22,2 miliardi, da un afflusso netto di \$14,3 miliardi a un deflusso netto di \$7,9 miliardi.

Come emerge dalla tabella seguente, i deflussi di capitali hanno riguardato soprattutto il settore bancario, per il quale la variazione nel saldo rispetto al 1979 è stata pari a \$42,7 miliardi, essendo passata da un afflusso netto di \$6,8 miliardi a un deflusso netto di \$35,9 miliardi. Questa variazione è prevalentemente dovuta alle operazioni in dollari delle banche USA con le banche commerciali nel resto del mondo, e in particolare con le proprie filiali estere nell'area dei Caraibi, mentre i crediti netti in dollari delle banche a soggetti stranieri non bancari, ammontati a \$11,1 miliardi, sono stati all'incirca pari a quelli del 1979. L'inversione radicale nei flussi netti di fondi tra le banche USA e le banche del resto del mondo è avvenuta nel secondo trimestre del 1980, durante il quale vi sono stati deflussi netti per un ammontare di \$20,2 miliardi. Questa inversione, che fa seguito ad afflussi netti di \$9,4 miliardi nel primo trimestre dell'anno, ha rispecchiato la riduzione degli impieghi sull'interno delle banche USA durante il secondo trimestre, parzialmente in conseguenza della stretta monetaria e del programma di controllo del credito introdotti dalle autorità americane nel marzo del 1980. La brusca caduta nella domanda interna di credito ha reso disponibili fondi per la concessione di prestiti all'estero; il programma di controllo creditizio ha inoltre creato un incentivo per i clienti nazionali delle banche USA a indebitarsi verso banche estere. Questo indebitamento può essere stato in parte finanziato mediante deflussi di fondi da banche USA verso banche operanti all'estero; gli ampi deflussi netti dalle banche USA nel corso del secondo trimestre del 1980 sono stati in effetti accompagnati da rilevanti afflussi netti non identificati. Si può aggiungere che nella seconda metà del 1980, nonostante la revoca del programma di controllo creditizio e il nuovo aumento nei tassi d'interesse USA a breve termine, portatisi a livelli ancora più elevati di quelli

Stati Uniti: flussi di capitali con l'estero, 1979-80.¹

Voci	1979	1980	1980 ²			
			I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre
	miliardi di dollari USA					
Flussi non bancari (netti)	- 16,3	- 7,6	- 1,0	- 0,1	- 1,9	- 4,6
Flussi bancari (netti)	6,8	- 35,9	6,1	- 25,2	- 12,1	- 4,7
di cui:						
Variazioni nelle attività bancarie nette in dollari verso banche all'estero ³	24,9	- 19,5	9,4	- 20,2	- 7,1	- 1,6
Variazioni nei crediti bancari netti in dollari verso soggetti non bancari	- 10,5	- 11,1	- 0,8	- 2,6	- 5,1	- 2,6
Altre transazioni ⁴	- 7,6	- 5,3	- 2,5	- 2,4	0,1	- 0,5
Posta compensativa	23,8	35,6	7,0	20,2	2,9	5,5
Totale	14,3	- 7,9	12,1	- 5,1	- 11,1	- 3,8

¹ Non comprende i movimenti nelle riserve ufficiali USA e nelle attività ufficiali estere detenute negli Stati Uniti.
² Dati destagionalizzati. ³ Comprende le banche estere negli Stati Uniti. ⁴ Comprende le transazioni in dollari, sia per conto della clientela residente sia su passività in custodia, nonché le variazioni nelle attività e nelle passività delle banche in valuta estera.

raggiunti nel primo trimestre, è continuato un deflusso netto di fondi attraverso il sistema bancario USA, benché in misura decisamente più contenuta che nel secondo trimestre. I crediti lordi verso l'estero delle banche americane sono cresciuti di oltre \$ 12 miliardi sia nel terzo che nel quarto trimestre del 1980.

A parziale compensazione dei deflussi bancari, nel 1980 si è avuta una riduzione di \$ 8,7 miliardi nei deflussi non bancari netti identificati, ammontati a \$ 7,6 miliardi. Gli esborsi netti per investimenti diretti sono stati di \$ 2,2 miliardi inferiori a quelli del 1979; gli acquisti di titoli esteri a lungo termine da parte di operatori residenti negli Stati Uniti si sono ridotti di \$ 1,5 miliardi e gli acquisti di titoli USA a lungo termine diversi da quelli del Tesoro da parte di non residenti sono saliti da \$ 2,9 a 7,4 miliardi. D'altro canto, gli acquisti di titoli a lungo termine del Tesoro USA da parte di non residenti sono stati di \$ 2,5 miliardi inferiori a quelli del 1979.

In presenza di una bilancia delle partite correnti quasi in equilibrio, i deflussi netti complessivi di capitali hanno determinato un deterioramento pari \$ 7,8 miliardi nella posizione monetaria ufficiale netta degli Stati Uniti, non considerando l'assegnazione di DSP per \$ 1,2 miliardi. Le riserve valutarie sono salite di \$ 7 miliardi, soprattutto per effetto degli interventi ufficiali sul mercato dei cambi, mentre le passività totali verso le istituzioni ufficiali estere sono cresciute di \$ 14,8 miliardi, di cui \$ 13 miliardi rappresentano passività verso paesi dell'OPEC.

Nel corso del primo trimestre del 1981 il disavanzo commerciale destagionalizzato, pari a \$ 3,7 miliardi, è stato notevolmente inferiore a quello di \$ 6,2 miliardi avutosi nei tre mesi precedenti, favorendo così il mantenimento di un'eccedenza nelle partite correnti. Nondimeno, il deterioramento nella posizione monetaria ufficiale netta (esclusa l'assegnazione di DSP), ammontato a \$ 2 miliardi circa, ha implicato la persistenza di un deflusso netto di capitali dagli Stati Uniti.

Nel 1980 il *Regno Unito* è stato il solo paese del Gruppo dei Dieci a registrare un rilevante avanzo, pari a \$ 6,6 miliardi, nella bilancia dei pagamenti correnti. L'eccedenza, che si contrappone a un disavanzo di \$ 3,3 miliardi nel 1979, si è interamente manifestata nel secondo semestre dell'anno. L'avanzo delle partite correnti è stato più che compensato dal deflusso autonomo di capitali a lungo termine, pari a \$ 10,8 miliardi, e da un rimborso netto di debiti a lungo termine con l'estero del settore pubblico per un importo di \$ 2,2 miliardi. Tuttavia, le operazioni a breve termine e gli errori e omissioni hanno determinato insieme un afflusso netto di fondi pari a \$ 7 miliardi, ivi compreso l'incremento di \$ 8,8 miliardi nei saldi in sterline dei non residenti, cosicché la posizione monetaria ufficiale netta (esclusi i saldi ufficiali in sterline) ha avuto un miglioramento di \$ 0,5 miliardi, rappresentato da una riduzione di \$ 0,3 miliardi nelle passività verso il FMI e da un aumento di \$ 0,2 miliardi nelle attività di riserva (escludendo le variazioni di valutazione e l'assegnazione di DSP).

La bilancia delle partite correnti è rapidamente migliorata nel 1980, chiudendo in pareggio su base destagionalizzata nella prima metà dell'anno, rispetto a un disavanzo di \$ 1,6 miliardi nei precedenti sei mesi, e registrando un'eccedenza di \$ 6,6 miliardi nel secondo semestre. Il miglioramento nel corso dell'anno, limitato all'interscambio mercantile, è dovuto a due fattori principali: la brusca caduta nell'attività economica interna, e l'accresciuta produzione di petrolio del Mare del Nord. Il volume delle importazioni si è ridotto del 5% nel corso dell'anno

considerato nel suo insieme, e del 10% tra il primo e il secondo semestre. In questo caso la ragione principale è stata la contrazione delle scorte. Il volume totale delle esportazioni è cresciuto del 2% nel corso del 1980, pur essendovi stata una diminuzione del 3% tra il primo e il secondo semestre dell'anno. Questo andamento relativamente soddisfacente, se si considera l'apprezzamento del tasso di cambio, può essere legato alla debolezza della domanda interna per effetto della recessione. Nel 1980, oltre a questa evoluzione nel volume degli scambi la bilancia commerciale ha ricevuto un ulteriore contributo positivo da un miglioramento del 3,5% nelle ragioni di scambio non petrolifere, che ha soprattutto rispecchiato l'apprezzamento della sterlina del 10% in termini effettivi.

Durante l'anno la bilancia degli scambi petroliferi, favorita da una riduzione nel consumo interno di combustibili, ha presentato per la prima volta un avanzo e ad essa è dovuto poco meno del 25% del miglioramento, pari a \$ 10,2 miliardi, nel saldo commerciale complessivo. L'impatto della produzione del Mare del Nord, compresa quella di gas naturale, sulla bilancia dei pagamenti correnti può essere approssimativamente stimato considerando le entrate globali derivanti dalla vendita di greggio e di gas naturale e sottraendo ad esse le importazioni di beni connessi alla produzione, i costi di gestione, gli interessi e i profitti pagati all'estero. Su questa base il contributo della produzione di petrolio e di gas naturale è stato nel 1980 pari a \$ 15,5 miliardi, ossia di \$ 6,5 miliardi superiore a quello del 1979.

L'avanzo delle partite invisibili e dei trasferimenti, pari a \$ 3,7 miliardi, si è ridotto di \$ 0,3 miliardi. Il saldo dei redditi da investimenti ha presentato un ulteriore deterioramento di \$ 1,6 miliardi, passando a un disavanzo di \$ 0,2 miliardi — il primo nel periodo postbellico — dovuto soprattutto agli accresciuti esborsi a compagnie petrolifere estere operanti nel Mare del Nord e ai più elevati pagamenti di interessi sulle attività in sterline dei non residenti. Le entrate nette per il turismo sono diminuite di \$ 0,8 miliardi per effetto dell'elevato tasso di cambio: la spesa per il turismo all'estero dei residenti è cresciuta in misura di quattro volte superiore a quella dei turisti stranieri nel Regno Unito. D'altro canto, le restanti partite invisibili sono migliorate di \$ 2,1 miliardi, di cui \$ 0,7 miliardi hanno riguardato i trasporti.

Per quanto concerne i movimenti di capitali a lungo termine, una quota rilevante del deflusso autonomo netto di fondi, ammontato a \$ 10,8 miliardi, sembra essere dovuta al protrarsi degli effetti dell'abolizione dei controlli valutari decisa verso la fine del 1979. Gli investimenti netti di portafoglio sono passati da un'eccedenza di \$ 0,8 miliardi a un disavanzo di \$ 4,6 miliardi, in quanto le istituzioni finanziarie del Regno Unito hanno accresciuto gli acquisti di titoli esteri. Gli investimenti diretti del settore non petrolifero hanno determinato un notevole deflusso netto, pari a \$ 3,5 miliardi, leggermente superiore a quello dell'anno precedente. Gli altri deflussi autonomi di capitali a lungo termine, per un ammontare netto di \$ 2,7 miliardi, sono diminuiti di oltre la metà rispetto al 1979, anche per effetto della forte riduzione degli investimenti all'estero delle compagnie petrolifere britanniche. Anche i movimenti di capitali a breve termine hanno palesato gli effetti dell'abolizione dei controlli valutari, con un ammontare netto di \$ 5,8 miliardi dei crediti in sterline concessi dalle banche del Regno Unito, rispetto ad afflussi netti alle stesse per \$ 0,5 miliardi nel 1979. Una quota consistente di tali crediti, particolarmente nei primi mesi dell'anno, sembra essere affluita al mercato dell'eurosterlina. Una parte può anche aver contribuito all'aumento di \$ 8,8 miliardi

nelle disponibilità liquide in sterline dei non residenti, di cui \$6 miliardi hanno interessato saldi non ufficiali. L'aumento di \$2,8 miliardi nelle riserve ufficiali in sterline — comprese nella voce "passività verso autorità monetarie estere" nella tabella di pagina 97 — ha riportato il loro ammontare (in termini di sterline) al livello della fine del 1974. Le altre transazioni identificate di capitali a breve termine hanno dato luogo a un afflusso netto di \$4,3 miliardi, soprattutto di riflesso all'indebitamento netto in valuta estera da parte delle banche del Regno Unito.

I dati disponibili per i primi due mesi del 1981 rivelano un'eccedenza commerciale destagionalizzata di \$2,5 miliardi, rispetto ad un avanzo di \$1,8 miliardi nei due mesi precedenti. Il saldo degli scambi petroliferi è migliorato di \$0,8 miliardi, ma l'eccedenza concernente il resto della bilancia commerciale si è ridotta di \$0,1 miliardi, soprattutto a causa di una variazione negativa nel volume dell'interscambio di manufatti, le esportazioni dei quali (escludendo le poste straordinarie) sono diminuite del 5%, rispetto a una contrazione del 2% nelle importazioni. Tenuto conto dei ricavi netti (stimati) dovuti alle partite invisibili, l'eccedenza delle partite correnti per i primi due mesi dovrebbe ammontare a \$3,9 miliardi. Escludendo l'assegnazione di DSP e le variazioni di valutazione, le attività ufficiali di riserva non hanno registrato alcuna variazione, facendo ritenere che vi siano stati ulteriori ampi deflussi netti nei movimenti di capitali.

Per il 1980 nel suo insieme il disavanzo delle partite correnti del *Giappone*, ammontato a \$10,8 miliardi, è stato di \$2 miliardi più elevato che nel 1979. Alla fine dell'anno, tuttavia, il disavanzo è quasi scomparso. Fino a metà anno, esso si situava a un livello annuo destagionalizzato di quasi \$18 miliardi, ossia doppio rispetto al dato per l'intero 1979; nel terzo trimestre si era ridotto, sulla stessa base, a \$7 miliardi e nel quarto trimestre è stato inferiore a \$1 miliardo. Per quanto concerne i movimenti di capitali a lungo termine, l'afflusso netto, pari a \$2,4 miliardi, è in evidente contrasto con il deflusso netto di \$12,6 miliardi registrato nel 1979; nello stesso periodo i movimenti di capitali a breve termine, compresi errori e omissioni, hanno segnato un saldo attivo di \$13,1 miliardi. Pertanto, gli afflussi netti di capitali non solo hanno coperto il disavanzo corrente con l'estero, ma hanno anche consentito un aumento nelle riserve ufficiali nette (escludendo le variazioni di valutazione e l'assegnazione di DSP) di quasi \$5 miliardi.

Il contrasto tra la dimensione del disavanzo corrente per il 1980 nel suo insieme e la sua progressiva scomparsa nel corso dell'anno è soprattutto dovuto alla forte variazione, tra la prima e la seconda metà dell'anno, nell'andamento delle ragioni di scambio giapponesi. Nel 1980, in complesso le ragioni di scambio sono peggiorate del 20%, poiché i valori unitari delle esportazioni sono saliti del 12% in termini di yen e quelli delle importazioni del 40%, mentre l'aumento nei prezzi del petrolio ha accresciuto di \$25 miliardi, tra il 1979 e il 1980, la spesa del Giappone per l'acquisto di greggio. Il peggioramento su base annua delle ragioni di scambio è stato più che compensato da un miglioramento nella bilancia commerciale reale, cosicché l'eccedenza mercantile è leggermente cresciuta nel 1980, portandosi a \$2,1 miliardi. Il volume delle esportazioni è salito del 16,5%, in parte a causa del deprezzamento dello yen tra la fine del 1978 e l'inizio del 1980, mentre il volume delle importazioni, che era aumentato dell'11% nel 1979, si è ridotto del 6%. Tra il primo e il secondo semestre del 1980, i notevoli progressi netti della bilancia commerciale in termini quantitativi sono stati tuttavia rafforzati da una variazione

favorevole nelle ragioni di scambio, e ciò ha dato luogo a un miglioramento cospicuo del saldo mercantile, passato su base annua destagionalizzata da un disavanzo di circa \$ 5 miliardi a un avanzo di oltre \$ 9 miliardi. La crescita reale delle esportazioni è aumentata dal 4,5 al 12,5% tra i due semestri del 1980, nonostante una riduzione nel volume del commercio mondiale, mentre la diminuzione quantitativa delle importazioni giapponesi è passata dal 5,5 al 2,5%; tuttavia il fattore determinante per la ricomparsa di un avanzo commerciale è costituito dalle ragioni di scambio che, dopo un peggioramento del 15% nella prima metà dell'anno, sono migliorate del 3,5% nel secondo semestre, nel corso del quale il prezzo del greggio si è stabilizzato e lo yen si è fortemente apprezzato.

L'afflusso netto di \$ 2,4 miliardi nei movimenti di capitali a lungo termine registrato nel 1980 contrasta nettamente con i risultati dei precedenti due anni, in ciascuno dei quali vi erano stati deflussi netti superiori a \$ 12 miliardi. Per quanto riguarda gli investimenti di portafoglio, l'uscita netta di \$ 1,2 miliardi dell'anno precedente è stata seguita da un afflusso netto di \$ 9,4 miliardi, essendosi quasi triplicati gli investimenti in Giappone, saliti a \$ 13,2 miliardi. In misura considerevole ciò è attribuibile agli investimenti di paesi esportatori di petrolio. Inoltre, si è avuta una marcata riduzione da \$ 8,1 a 2,6 miliardi nella concessione di crediti all'estero da parte del settore privato, escluso il credito commerciale, soprattutto in conseguenza delle prescrizioni ufficiali restrittive sull'attività creditizia internazionale delle banche. Analogamente a quanto avvenuto per i flussi a lungo termine, vi è stato un aumento notevole, da \$ 6,4 a 16,2 miliardi, nell'afflusso netto di capitali a breve termine. La maggior parte di tali entrate ha avuto luogo nella prima metà dell'anno, in seguito a varie misure adottate nel novembre 1979 e nel marzo 1980, compreso un rialzo dei tassi d'interesse e l'allentamento dei controlli amministrativi sugli afflussi di fondi, allo scopo di facilitare il finanziamento del disavanzo corrente con l'estero. Uno dei provvedimenti presi nel marzo 1980 ha permesso alle banche di corrispondere tassi d'interesse di mercato sui depositi in yen dei non residenti presso banche commerciali giapponesi, e per l'anno nel suo insieme il saldo totale di tali conti, depurato dei movimenti di cambio, è salito di \$ 7,8 miliardi, dei quali \$ 3,6 miliardi costituiti da incrementi nelle disponibilità ufficiali.

Nel primo trimestre del 1981 il saldo destagionalizzato delle partite correnti è passato da una posizione prossima al pareggio nel precedente trimestre a un disavanzo di \$ 1 miliardo, esclusivamente a causa del maggiore disavanzo delle partite invisibili. Per quanto riguarda i movimenti di capitali, si è registrato un afflusso netto a lungo termine pari \$ 2,8 miliardi; anche le transazioni a breve termine e la voce errori e omissioni considerate insieme hanno avuto un saldo positivo. Le attività monetarie ufficiali nette sono cresciute di \$ 2,2 miliardi, escludendo l'assegnazione di DSP e gli aggiustamenti di valutazione.

Nel 1980 l'evoluzione della bilancia dei pagamenti della *Germania*, sia per le partite correnti che per i movimenti dei capitali, è stata in evidente contrasto con quella del Giappone. Per quanto riguarda la bilancia dei pagamenti correnti, non solo il disavanzo di \$ 16,1 miliardi si è all'incirca triplicato rispetto a quello del 1979, ma è cresciuto in modo costante nel corso dell'anno fino a raggiungere un livello annuo destagionalizzato di \$ 18,5 miliardi nel quarto trimestre. Nel settore dei movimenti di capitali, comprendendo errori e omissioni, la leggera eccedenza del

1979 è in pratica scomparsa nel 1980; ciò ha fatto sì che il disavanzo corrente ha dovuto essere finanziato attingendo su base netta alle attività monetarie ufficiali (al lordo delle variazioni di valutazioni) per \$ 15,1 miliardi.

Considerando insieme il 1979 e il 1980, il disavanzo corrente cumulativo della Germania è ammontato a oltre \$ 21 miliardi, rispetto a un'eccedenza superiore a \$ 14 miliardi nel 1974-75. Al tempo stesso, il tradizionale disavanzo delle partite invisibili è cresciuto di quasi \$ 10 miliardi. Come per gli altri paesi industriali, la riduzione dell'eccedenza commerciale della Germania, da \$ 23,9 miliardi nel 1978 a \$ 8,1 miliardi nel 1980, è dovuta soprattutto alla sfavorevole dinamica dei prezzi, che si è tradotta in un deterioramento delle ragioni di scambio superiore al 6% sia nel 1979 sia nel 1980. Mentre queste variazioni nei prezzi relativi sono state in gran parte causate dall'aumento dei prezzi del petrolio, si è avuto in ciascuno degli ultimi due anni un deterioramento del 2% circa nelle ragioni di scambio non petrolifere. Nel 1979 i movimenti relativi in termini di volume avevano aggravato il peggioramento delle ragioni di scambio — la crescita reale delle importazioni aveva infatti superato quella delle esportazioni di 2 punti percentuali — ma nel 1980 si è avuto un certo miglioramento nel saldo commerciale reale poiché le esportazioni e le importazioni a prezzi costanti sono cresciute del 4 e del 2% rispettivamente. Tuttavia, l'esiguità dell'incremento in volume delle importazioni del 1980 è stata possibile grazie a una riduzione del 10% negli acquisti di petrolio. Le importazioni non petrolifere sono cresciute in termini reali di circa il 5%. Come conseguenza degli sfavorevoli andamenti in termini sia di prezzi sia di volume, l'aumento del 46% nel valore delle importazioni non petrolifere, tra il 1978 e il 1980, è stato di gran lunga superiore all'incremento del 35% nel totale delle esportazioni. Mentre l'aumento della fattura petrolifera, da \$ 15,8 a 34,6 miliardi, è stato più ampio del peggioramento complessivo della bilancia commerciale nel biennio 1979-80, pari a \$ 15,8 miliardi, il miglioramento piuttosto modesto (\$ 3 miliardi) nel saldo commerciale non petrolifero nel corso di questi due anni si contrappone a un miglioramento della bilancia commerciale non petrolifera, degli Stati Uniti e del Giappone, che lo scorso anno è stato rispettivamente di \$ 41,8 miliardi e di \$ 18,2 miliardi. Questo contrasto lascia presumere l'esistenza di altre cause alla base della recente debolezza della bilancia commerciale della Germania.

Un confronto dell'andamento del commercio estero tedesco nella prima e nella seconda parte degli anni settanta fornisce indicazioni su queste altre possibili cause. Nel periodo 1970-74 la crescita economica nei principali mercati di esportazione della Germania, misurata dall'incremento medio, ponderato con la quota delle esportazioni, del prodotto nazionale lordo reale nei maggiori paesi sviluppati che assorbono quasi i due terzi delle esportazioni tedesche, ha superato in modo costante la crescita del prodotto nazionale lordo nella Germania. Nello stesso intervallo di tempo il volume delle esportazioni tedesche è cresciuto a un tasso annuo composto del 9%, ossia quasi 5 punti percentuali in più all'anno rispetto a quello delle importazioni. Tuttavia, durante il quinquennio 1976-80, nel quale la crescita economica della Germania ha superato costantemente quella dei paesi che costituiscono i suoi principali mercati di esportazione, il volume delle esportazioni della Germania è aumentato a un tasso annuo composto del 5%, mentre quello delle sue importazioni è salito del 5,5% all'anno. Inoltre, mentre la propensione all'importazione della Germania ha seguito, durante il 1970-74, la stessa tendenza di crescita del gruppo dei sette maggiori paesi industriali, dopo il 1975 il rapporto fra le

importazioni reali di beni e servizi e il prodotto nazionale lordo a prezzi costanti ha iniziato a crescere molto più rapidamente in Germania che nel gruppo considerato nel suo insieme. Questa accresciuta propensione ad importare, notevole soprattutto nel 1979-80, è connessa all'apprezzamento cumulativo del tasso di cambio effettivo del marco tedesco, ammontato al 60% tra la fine del 1972 e la fine del 1979, che ha menomato la competitività dei prodotti interni rispetto ai beni importati. Gli effetti dei movimenti dei tassi di cambio sono stati particolarmente evidenti nel 1980, anno in cui il valore delle importazioni provenienti dagli Stati Uniti e dal Giappone - paesi nei confronti delle cui monete il marco tedesco era salito rispettivamente del 14 e del 41% tra il terzo trimestre del 1978 e l'ultimo trimestre del 1979 - è cresciuto del 26,5 e del 32% rispetto a un incremento del 14,5% nel valore delle importazioni totali non petrolifere. A questo proposito si può aggiungere che, mentre il tasso di cambio effettivo dello yen era fortemente peggiorato tra la fine del 1978 e l'inizio del 1980, il deprezzamento del marco tedesco è avvenuto più recentemente, essendo iniziato verso la fine del 1979.

Gli effetti congiunturali e quelli relativi al tasso di cambio che hanno accentuato l'impatto del rincaro del petrolio sulla bilancia commerciale hanno probabilmente contribuito anche al rapido aumento nelle spese turistiche nette, che sono all'origine di quasi la metà del deterioramento, da \$ 14,6 a 24,2 miliardi tra il 1978 e il 1980, dei pagamenti netti della Germania nella bilancia delle partite invisibili. La restante metà dell'incremento nel disavanzo è in gran parte dovuta agli accresciuti pagamenti per trasferimenti, saliti di \$ 5,2 miliardi negli ultimi due anni, soprattutto nel conto dei trasferimenti ufficiali alla CEE, e inoltre alla cancellazione nel 1980 di crediti ufficiali, per \$ 0,8 miliardi a favore di paesi in via di sviluppo.

I movimenti di capitali, compresi errori e omissioni, hanno determinato un afflusso netto di \$ 1 miliardo, rispetto a un'eccedenza di \$ 2,9 miliardi nel 1979. Di fatto, un rilevante disavanzo nel movimento dei capitali è stato evitato solo mediante un notevole indebitamento all'estero del settore pubblico. L'afflusso totale netto di fondi attraverso il settore pubblico è ammontato a \$ 11,3 miliardi, ivi compresa la cessione a non residenti di quasi \$ 13 miliardi di titoli di Stato. Quasi la metà di quell'importo deriva dalla vendita di titoli attraverso il sistema bancario, prevalentemente a paesi dell'OPEC, mentre l'altra metà è dovuta all'indebitamento diretto del governo federale soprattutto nei confronti dell'Arabia Saudita e agli acquisti di titoli del governo tedesco da parte delle autorità degli Stati Uniti.

Nel 1980 i movimenti di capitali privati hanno generato un deflusso netto di \$ 10,3 miliardi, costituito in gran parte da fondi a lungo termine, mentre nel 1979 si era avuto un afflusso netto di \$ 3,5 miliardi. La ragione principale di questa inversione è stata la comparsa di rilevanti differenziali nei tassi d'interesse fra la Germania e alcuni altri paesi, e in particolare l'aumento molto ampio nei tassi d'interesse sul dollaro. Gli effetti di questi differenziali sui flussi di capitali sono stati amplificati da un calo di fiducia nel marco tedesco in conseguenza del disavanzo dei pagamenti correnti della Germania. Come mostra la tabella nella pagina seguente, l'influenza di questi fattori sui movimenti di capitali privati è stata più forte nel primo e nel quarto trimestre del 1980, quando i differenziali dei tassi d'interesse hanno raggiunto i valori massimi e il marco tedesco era soggetto a forti pressioni sul mercato dei cambi.

Germania: flussi di capitali privati con l'estero, 1979-80.

Voci	1979	1980	1980			
			I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre
miliardi di dollari USA						
Capitali a lungo termine (netti)	6,7	- 8,0	- 2,9	- 1,2	- 0,9	- 3,0
<i>Investimenti diretti</i>	- 3,5	- 3,4	- 1,2	- 0,7	- 0,4	- 1,1
<i>Investimenti di portafoglio</i>	1,6	- 3,7	- 1,9	- 0,3	- 0,3	- 1,2
<i>Altri capitali a lungo termine</i>	8,6	- 0,9	0,2	- 0,2	- 0,1	- 0,8
Capitali a breve termine (netti)	- 0,4	- 0,1	- 2,5	0,2	5,6	- 3,5
<i>Settore bancario</i>	2,4	- 5,2	- 5,6	0,5	2,0	- 2,1
<i>Settore non bancario</i>	- 2,7	5,1	3,1	- 0,2	3,6	- 1,4
Errori e omissioni	- 2,9	- 2,2	- 0,9	- 0,0	- 0,1	- 1,2
Totale capitali privati (netti)	3,5	- 10,3	- 6,3	- 1,0	4,6	- 7,7
Differenziale del tasso d'interesse fra dollaro USA e DM* (in punti percentuali)	5,0	7,4	10,0	- 0,4	4,8	7,4

Nota: la somma delle varie voci non corrisponde necessariamente ai totali a causa degli arrotondamenti e dei forti movimenti del tasso di cambio trimestrale tra il dollaro USA e il marco tedesco.

* Differenziale del tasso d'interesse a tre mesi senza copertura a termine tra il tasso sull'eurodollaro e il tasso interbancario tedesco a fine periodo.

Nei movimenti di capitali a lungo termine, il saldo è passato, tra il 1979 e il 1980, da un afflusso di \$ 6,7 miliardi a un deflusso di \$ 8 miliardi. Negli investimenti di portafoglio, la variazione del saldo da un afflusso di \$ 1,6 miliardi a un deflusso di \$ 3,7 miliardi comprende un aumento di \$ 2,6 miliardi negli acquisti da parte di residenti di titoli esteri a interesse fisso e una diminuzione, pari a \$ 2,7 miliardi, negli acquisti da parte di non residenti di titoli tedeschi a cedola fissa. L'altra principale variazione tra i due anni nei movimenti dei capitali a lungo termine ha riguardato le transazioni bancarie nette (incluse nella tabella fra gli "Altri capitali a lungo termine"), passate da un afflusso di \$ 9,5 miliardi nel 1979 a un deflusso di \$ 0,5 miliardi nel 1980. Rispetto al 1979 la concessione di prestiti a lungo termine da parte delle banche tedesche a non residenti è aumentata di \$ 2,2 miliardi, mentre la crescita dei crediti a lungo termine di non residenti verso banche tedesche è stata inferiore di \$ 7,7 miliardi.

Il deflusso netto nei movimenti di capitali a breve termine, ammontato a \$ 0,1 miliardi, è stato quasi analogo a quello del 1979. Questo modesto saldo risulta da deflussi bancari per \$ 5,2 miliardi e da afflussi non bancari pari a \$ 5,1 miliardi, con un'inversione rispetto all'andamento del 1979. Gli afflussi non bancari sono soprattutto rappresentati da crediti in euromarchi ottenuti da banche all'estero, alcuni dei quali potrebbero essere stati finanziati mediante deflussi di fondi dal sistema bancario tedesco. I deflussi bancari - che si sono concentrati nel primo e nel quarto trimestre dell'anno - sono stati influenzati dagli stessi fattori che hanno agito sui movimenti di capitali a lungo termine. Sul totale netto di \$ 5,2 miliardi dei deflussi attraverso il sistema bancario, \$ 3,9 miliardi rappresentano un incremento nelle attività esterne delle banche.

Nel primo trimestre del 1981 il disavanzo delle partite correnti, pari a \$ 4,4 miliardi, ha decisamente superato quello registrato nel corrispondente periodo del 1980, che era ammontato a \$ 2,9 miliardi. Nondimeno, a causa dell'indebitamento

Paesi sviluppati: bilance dei pagamenti, 1979-80.

Paesi	Anni	Transazioni nette con l'estero					
		Partite correnti	Movimenti di capitali ¹	Errori e omissioni	Totale	di cui, variazioni nelle	
						riserve ufficiali ²	passività verso autorità monetarie estere ³
miliardi di dollari USA							
Austria*	1979	- 1,9	0,1	0,6	- 1,2	- 1,1	- 0,2
	1980	- 3,6	3,3	2,0	1,7	1,4	0,3
Belgio-Lussemburgo*	1979	- 3,3	2,4	- 0,3	- 1,2	- 1,2	- 0,0
	1980	- 5,9	5,8	0,5	0,4	- 0,5	0,9
Canada*	1979	- 4,3	6,7	- 3,3	- 0,9	- 0,9	-
	1980	- 1,3	2,8	- 2,2	- 0,7	- 0,7	-
Danimarca*	1979	- 2,9	3,2	- 0,4	- 0,1	- 0,1	- 0,0
	1980	- 2,5	3,0	- 0,4	0,1	0,1	- 0,0
Finlandia	1979	- 0,2	0,2	- 0,0	- 0,0	- 0,1	0,1
	1980	- 1,4	1,6	- 0,0	0,2	0,2	0,0
Francia	1979	1,1	- 1,5	2,3	1,9	1,7	0,2
	1980	- 7,4	8,4	5,6	6,6	8,0	- 1,4
Germania	1979	- 5,3	5,7	- 2,8	- 2,4	- 3,4	1,0
	1980	- 16,1	3,2	- 2,2	- 15,1	- 10,2	- 4,9
Giappone	1979	- 8,8	- 6,2	2,3	- 12,7	- 13,9	1,2
	1980	- 10,8	18,6	- 3,1	4,7	5,5	- 0,8
Grecia*	1979	- 1,9	1,3	0,5	- 0,1	- 0,1	0,0
	1980	- 2,1	2,2	0,1	0,2	0,1	0,1
Irlanda*	1979	- 1,5	0,9	0,0	- 0,6	- 0,6	-
	1980	- 1,6	2,3	- 0,0	0,7	0,7	-
Italia*	1979	5,1	- 1,8	0,1	3,4	1,9	1,5
	1980	- 9,9	12,9	- 2,1	0,9	1,0	- 0,1
Jugoslavia*	1979	- 3,7	2,3	0,0	- 1,4	- 1,2	- 0,2
	1980	- 2,2	2,0 ⁴	.	- 0,2	0,1	- 0,3
Norvegia*	1979	- 1,0	1,7	0,6	1,3	1,3	- 0,0
	1980	1,0	- 0,0	0,9	1,9	2,0	- 0,1
Paesi Bassi*	1979	- 2,3	2,0	- 0,2	- 0,5	- 0,7	0,2
	1980	- 2,8	5,3	- 1,5	1,0	1,7	- 0,7
Portogallo	1979	- 0,0	- 0,2	0,6	0,4	0,1	0,3
	1980	- 1,1	0,2	1,3	0,4	- 0,0	0,4
Regno Unito	1979	- 3,3	- 0,2	4,9	1,4	1,8	- 0,4
	1980	6,6	- 8,6	- 0,3	- 2,3	0,2	- 2,5
Spagna*	1979	1,1	4,3	- 2,0	3,4	2,9	0,5
	1980	- 5,1	5,0	- 0,6	- 0,7	- 0,7	-
Stati Uniti	1979	- 0,7	- 9,5	23,8	13,6	- 0,0	13,6
	1980	0,1	- 43,5	35,6	- 7,8	7,0	- 14,8
Svezia	1979	- 2,7	2,0	0,0	- 0,7	0,1	- 0,8
	1980	- 5,2	5,9	- 0,8	- 0,1	0,0	- 0,1
Svizzera*	1979	2,4	- 13,1	8,6	- 2,1	- 1,3	- 0,8
	1980	- 0,2	- 7,1	6,7	- 0,6	- 0,8	0,2
Turchia	1979	- 1,2	0,5	0,6	- 0,1	- 0,1	- 0,0
	1980	- 2,7	2,8 ⁴	.	0,1	0,5	- 0,4

*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.

¹ Include 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 estere. ² Esclude gli aggiustamenti di valutazione, dove possibile, e l'assegnazione di DSP. ³ Include le passività verso il FMI e il FECOM; esclude gli aggiustamenti di valutazione. ⁴ Comprende la voce errori e omissioni.

esterno netto a lungo termine del settore pubblico e degli ampi afflussi netti di fondi a breve termine, la posizione monetaria netta verso l'estero (escludendo l'assegnazione di DSP) è migliorata di \$1 miliardo.

La bilancia dei pagamenti correnti dell'Italia è peggiorata tra il 1979 e il 1980, passando da un'eccedenza di \$5,1 miliardi a un disavanzo di \$9,9 miliardi. Il deterioramento, pari al 3,7% del prodotto nazionale lordo, è stato il maggiore nell'ambito dei paesi industrializzati. Inoltre, il disavanzo delle partite correnti si è aggravato tra i due semestri del 1980, essendo passato da una cifra su base annua di \$8,8 miliardi a una di \$11 miliardi. Per quanto concerne i movimenti di capitali, nel corso del 1980 vi sono stati afflussi totali netti (compresi errori e omissioni) pari a \$10,8 miliardi, soprattutto attraverso il sistema bancario, cosicché nel 1980 si è avuta una leggera eccedenza nella bilancia dei pagamenti globale.

Il peggioramento del saldo delle partite correnti è interamente imputabile agli scambi commerciali, il cui disavanzo è cresciuto da \$1,1 a 15,9 miliardi. Anche se più della metà di tale variazione è dovuta ai maggiori pagamenti per le importazioni nette di petrolio, si è altresì avuto un deterioramento della bilancia commerciale reale. In particolare, il volume delle esportazioni è stato dell'8% inferiore a quello del 1979 sulla base dei dati doganali, e ciò costituisce il primo calo negli ultimi trent'anni. Oltre a una forte riduzione nel numero degli autoveicoli esportati, si sono registrate diminuzioni in volume anche nella vendita all'estero di metalli, di prodotti tessili e di articoli di abbigliamento. Nel 1980 la debolezza delle esportazioni italiane ha probabilmente rispecchiato in parte una perdita di competitività internazionale dovuta all'elevato tasso di aumento dei prezzi interni. Inoltre, la sostenutezza dell'attività economica — la domanda globale interna è cresciuta del 6,5% — può aver dirottato parte delle vendite dai mercati esteri al mercato interno. Dall'altro lato della bilancia commerciale, le importazioni totali sono cresciute del 2% in volume e quelle non petrolifere del 4%. Le variazioni sfavorevoli nella bilancia commerciale reale sono state rafforzate da un deterioramento del 7% nelle ragioni di scambio, il cui fattore più importante è stato il rincaro del petrolio.

La bilancia dei movimenti di capitali identificati si è chiusa nel 1980 con un afflusso netto di \$12,9 miliardi. I due terzi di questi afflussi hanno avuto luogo attraverso le banche, le cui passività nette verso l'estero sono cresciute di \$8,5 miliardi. Nel settore non bancario l'indebitamento ufficiale netto è ammontato a \$3,5 miliardi, di cui una quota rilevante raccolta sull'euromercato. A parziale compensazione degli afflussi netti di capitali identificati, la voce errori e omissioni è stata negativa per \$2,1 miliardi, cosicché la bilancia dei pagamenti globale ha presentato un'eccedenza di \$0,9 miliardi che in pratica si è interamente manifestata in una crescita delle riserve ufficiali.

Nel primo trimestre del 1981 un ulteriore ampio disavanzo dei pagamenti correnti, insieme con un deflusso netto di capitali, ha determinato l'insorgere di pressioni sul tasso di cambio, e il 23 marzo la lira è stata svalutata del 6% nell'ambito del Sistema monetario europeo. Secondo stime provvisorie il disavanzo delle partite correnti è stato di \$3 miliardi circa, il deflusso netto di capitali attraverso il sistema bancario è ammontato a \$1,2 miliardi e la posizione monetaria ufficiale netta si è deteriorata di \$4,6 miliardi.

In *Francia* il deterioramento nella bilancia dei pagamenti correnti, pari a \$ 8,5 miliardi nel 1980, è stato non di molto inferiore a quello registrato in Germania, benché il disavanzo, ammontato a \$ 7,4 miliardi, sia stato considerevolmente minore di quello tedesco, sia in termini assoluti sia rispetto al prodotto nazionale lordo. Per quanto riguarda i movimenti di capitali, gli andamenti nei due paesi sono stati piuttosto diversi. La Francia ha registrato afflussi netti (compresi errori e omissioni) per \$ 14 miliardi, sicché le riserve ufficiali nette, esclusa l'assegnazione di DSP, sono salite di \$ 6,6 miliardi.

Il peggioramento della bilancia dei pagamenti correnti è interamente dovuto a un incremento di \$ 12 miliardi nel disavanzo commerciale, sestuplicatosi rispetto a quello del 1979. Il tradizionale avanzo delle partite invisibili, d'altro canto, è cresciuto di \$ 1,5 miliardi, portandosi a \$ 4,6 miliardi. Sulla base dei dati doganali (importazioni c.i.f.), che forniscono i dettagli dell'interscambio mercantile, il disavanzo commerciale è cresciuto di \$ 13,8 miliardi tra il 1979 e il 1980, passando da \$ 9,7 a 23,5 miliardi. La maggior parte di questo peggioramento può essere imputata all'aumento di \$ 11,5 miliardi nel disavanzo della bilancia dell'energia, con una riduzione dell'11% nel volume delle importazioni di petrolio greggio più che compensata dai maggiori prezzi all'importazione dell'energia e da una maggiore quantità di altre importazioni di fonti energetiche. Nelle restanti poste della bilancia commerciale, le esportazioni nette di prodotti alimentari ed agricoli si sono quadruplicate, salendo a \$ 2,8 miliardi, mentre l'eccedenza nell'interscambio di tutti gli altri prodotti si è ridotta di \$ 4,4 miliardi. Nel 1980 le esportazioni totali della Francia sono cresciute del 2% in volume, mentre le importazioni di prodotti non energetici sono aumentate del 15%. L'incremento di queste ultime è stato particolarmente marcato per quanto riguarda i metalli e i prodotti di metallo, i beni di investimento per l'industria e i beni di consumo durevoli, per i quali gli aumenti in quantità sono stati del 20% circa. Nel 1980 le importazioni dagli Stati Uniti e dal Giappone sono cresciute di circa un terzo, ossia più del doppio rispetto alle importazioni provenienti dai paesi della CEE, forse in conseguenza del deprezzamento delle monete di quei due paesi rispetto al franco francese nel corso del 1979.

Per quanto riguarda i movimenti di capitali, i deflussi netti a lungo termine sono ammontati a \$ 1,5 miliardi. Nei movimenti dei capitali a breve termine si sono avuti afflussi netti per \$ 7,1 miliardi attraverso le banche e un aumento di \$ 2,9 miliardi nelle passività nette del settore privato non bancario. Un'ampia quota dei fondi affluiti attraverso le banche ha assunto la forma di incrementi nei depositi in franchi francesi di non residenti. Nel 1980 l'andamento trimestrale dei movimenti dei capitali identificati è stato in qualche misura l'immagine speculare di quello relativo alla Germania. Gli afflussi netti più cospicui, ammontati a \$ 6,7 miliardi, sono avvenuti nel primo e nell'ultimo trimestre del 1980, nei quali la Germania ha subito rilevanti deflussi netti di capitali privati. Per il 1980 nel suo insieme, gli afflussi netti di capitali identificati sono assommati a \$ 8,4 miliardi, a cui si aggiunge un ampio saldo positivo nella voce errori e omissioni per un importo di \$ 5,6 miliardi.

I dati provvisori relativi al primo trimestre del 1981 presentano un disavanzo dei pagamenti correnti, pari \$ 2,4 miliardi, rispetto a un passivo di \$ 3,3 miliardi nel corrispondente periodo del 1980. Per quanto concerne i movimenti di capitali si è registrata un'eccedenza di \$ 4,1 miliardi, dovuta quasi interamente agli ampi afflussi netti attraverso le banche, e le attività ufficiali nette, escluse l'assegnazione di DSP e le variazioni di valutazione, sono cresciute di \$ 1,7 miliardi.

Nei *Paesi Bassi* il disavanzo della bilancia dei pagamenti correnti è cresciuto da \$2,3 a 2,8 miliardi nel 1980. I movimenti dei capitali, compresi errori e omissioni, hanno registrato un afflusso netto di \$3,8 miliardi, cosicché le riserve ufficiali nette (escluse le variazioni di valutazione e l'assegnazione di DSP) sono salite di \$1 miliardo. Il deterioramento del saldo corrente è attribuibile alle partite invisibili, nell'ambito delle quali i più elevati pagamenti netti per servizi e trasferimenti hanno determinato un incremento nel disavanzo di \$0,7 miliardi. Il deficit commerciale, d'altro canto, è diminuito da \$1,5 a 1,3 miliardi, in quanto la riduzione dell'attività economica interna ha portato a un miglioramento di \$0,8 miliardi, sulla base dei dati doganali, nel saldo della bilancia mercantile al netto degli scambi di petrolio e di gas naturale. La bilancia dell'energia si è leggermente deteriorata, soprattutto poiché i prezzi del gas naturale si sono adeguati solo parzialmente e con ritardo al rincaro del petrolio.

Gli afflussi netti identificati di capitali si sono più che raddoppiati tra il 1979 e il 1980, passando da \$2 a 5,3 miliardi. I deflussi netti a lungo termine, ammontati a \$1,4 miliardi nel 1979, sono praticamente scomparsi nel 1980, soprattutto a causa dei maggiori afflussi netti di fondi sotto forma di investimenti di portafoglio e di un minor deflusso netto di capitali privati a lungo termine. L'aumento negli afflussi netti identificati di capitali a breve termine, da \$3,5 miliardi nel 1979 a \$5,3 miliardi nel 1980, è dovuto a un incremento di \$1,8 miliardi negli afflussi netti, ammontati a \$5,5 miliardi, per il tramite delle banche, determinando una posizione debitoria netta in valuta estera. Come in Francia, gli afflussi netti di capitali sono stati più rilevanti nel primo e nel quarto trimestre del 1980, nel corso dei quali si sono avuti rilevanti deflussi netti di fondi dalla Germania.

Nell'*Unione economica del Belgio-Lussemburgo* il disavanzo delle partite correnti è cresciuto, tra il 1979 e il 1980, da \$3,3 a 5,9 miliardi, portandosi all'equivalente del 5% del prodotto nazionale lordo. Il disavanzo è stato finanziato soprattutto con un afflusso netto di capitali attraverso il settore ufficiale, pari a \$5,1 miliardi, di cui \$4,2 miliardi rappresentati da prestiti compensativi in parte sotto forma di crediti in valuta estera concessi al governo dal sistema bancario interno e in parte sotto forma di fondi ottenuti all'estero da istituzioni del settore pubblico. Inoltre, si sono avuti afflussi netti di capitali privati (compresi errori e omissioni) pari a \$1,2 miliardi, con un afflusso netto attraverso le banche di \$1 miliardo, cosicché nel 1980 la posizione monetaria ufficiale netta (escludendo l'assegnazione di DSP) è migliorata di \$0,4 miliardi.

Il disavanzo dell'interscambio mercantile è aumentato l'anno scorso da \$5 a 6,3 miliardi, e l'avanzo relativo ai servizi e ai trasferimenti si è ridotto da \$1,3 a 0,4 miliardi. All'interno della bilancia commerciale, i dati doganali indicano che il saldo degli scambi petroliferi è peggiorato di \$1,5 miliardi, il che comporta un leggero miglioramento nel saldo commerciale non petrolifero. I tre principali fattori della netta flessione nell'eccedenza delle partite invisibili sono stati una riduzione dei proventi netti per servizi connessi agli scambi commerciali, il passaggio da un saldo positivo a uno negativo nei redditi da investimenti, a causa dei maggiori pagamenti di interessi sul debito verso l'estero e infine un aumento nel disavanzo dei trasferimenti ufficiali.

La *Svezia*, come l'UEBL, ha registrato, tra il 1979 e il 1980, un rilevante deterioramento nella bilancia dei pagamenti correnti, passata da un disavanzo di

\$2,7 miliardi nel 1979 a uno di \$5,2 miliardi nel 1980, pari al 4,2% del prodotto nazionale lordo. Come in Belgio, il disavanzo è stato soprattutto finanziato attraverso l'indebitamento esterno a lungo termine del governo, ammontato a \$5 miliardi. Gli altri movimenti di capitali, compresi errori e omissioni, hanno determinato un afflusso netto di \$0,1 miliardi e la posizione monetaria ufficiale netta (escludendo le variazioni di valutazione e l'assegnazione di DSP) ha subito un peggioramento di \$0,1 miliardi.

La bilancia degli scambi commerciali è passata da un'eccedenza di \$0,8 miliardi a un disavanzo di \$0,3 miliardi. Le importazioni nette di petrolio sono aumentate di \$1,2 miliardi, poiché i maggiori prezzi del greggio sono stati compensati solo in parte da una riduzione del volume delle importazioni. L'interscambio mercantile riguardante le altre voci merceologiche ha presentato una variazione trascurabile. Un miglioramento delle ragioni di scambio, dovuto all'apprezzamento della corona svedese, è stato annullato da un peggioramento nel volume netto degli scambi. La bilancia commerciale è stata negativamente influenzata da prolungati conflitti sindacali nel secondo trimestre, che si stima abbiano ridotto la produzione industriale di circa il 2%. Il disavanzo relativo ai servizi e ai trasferimenti è cresciuto di \$1,4 miliardi, salendo a \$4,9 miliardi. Metà del deterioramento è avvenuto nella bilancia dei redditi da investimenti, soprattutto a causa dei maggiori costi per il servizio del debito con l'estero.

In Svizzera, tra il 1979 e il 1980, la bilancia dei pagamenti correnti ha subito un peggioramento, passando da un'eccedenza di \$2,4 miliardi a un leggero disavanzo di \$0,2 miliardi. Al tempo stesso si è avuta una variazione ancora maggiore nei movimenti dei capitali, poiché i deflussi netti (incluse le transazioni non identificate) si sono ridotti da \$4,5 a 0,4 miliardi. Di conseguenza, la diminuzione di \$0,6 miliardi nelle attività ufficiali nette (inclusi gli *swaps* in dollari con le banche commerciali) è stata considerevolmente inferiore a quella, pari a \$2,1 miliardi, registratasi nel 1979.

Il deterioramento delle partite correnti nel 1980 è avvenuto nonostante un incremento di \$2 miliardi nell'eccedenza delle partite invisibili, salita a \$6,7 miliardi, conseguente alle maggiori entrate nette derivanti dal turismo, dai redditi da investimenti e dagli altri servizi. Il disavanzo dell'interscambio mercantile è nettamente cresciuto, passando da \$2,3 a 6,9 miliardi, in gran parte per effetto della sostenutezza della domanda interna. Le importazioni non petrolifere (escluse alcune partite straordinarie) sono state del 9% più elevate, in termini di volume, rispetto al 1979, mentre la quantità delle importazioni petrolifere è scesa solo del 2%, ossia in misura inferiore a quella della maggior parte degli altri paesi industriali. Il volume delle esportazioni, sempre al netto di alcune partite straordinarie, è cresciuto del 5%; ciò costituisce un risultato notevole, dato il ristagno del commercio mondiale, e senza dubbio è connesso con il miglioramento della posizione competitiva registrato a partire dalla fine del 1978.

Nella bilancia dei movimenti di capitali, i deflussi netti identificati si sono ridotti, tra il 1979 e il 1980, da \$13,1 a 7,1 miliardi. Ciò è principalmente dovuto al fatto che le attività nette sull'estero del sistema bancario svizzero, dopo un aumento di \$7 miliardi nel 1979, hanno presentato una variazione trascurabile nel 1980. L'aumento delle attività esterne lorde delle banche è stato inferiore di \$3,5 miliardi

al 1979, certamente in parte a causa della vigorosa espansione del credito interno, mentre le passività verso l'estero sono state di \$3,4 miliardi superiori a quelle dell'anno precedente, in certa misura come conseguenza dell'abolizione delle restrizioni al pagamento di interessi sui conti in franchi svizzeri di non residenti. Al di fuori del settore bancario, i deflussi netti identificati di capitali sono cresciuti, tra il 1979 e il 1980, da \$6,1 a 7,1 miliardi, riflettendo un aumento negli investimenti all'estero in obbligazioni a lungo termine e in *notes*. A parziale compensazione del calo nei deflussi netti di capitali identificati, il saldo positivo delle transazioni non identificate si è ridotto da \$8,6 a 6,7 miliardi.

Per il secondo anno consecutivo l'ampiezza dei deflussi netti di fondi attraverso le banche, e quindi della variazione delle riserve ufficiali, è stata decisamente influenzata dall'aumento degli *swaps* in dollari delle banche commerciali con la Banca Nazionale Svizzera. Nel 1980 la consistenza di questi *swaps* è cresciuta di \$3,2 miliardi, dopo un aumento di \$2,9 miliardi nel 1979. Alla fine del 1980 il totale dei dollari in possesso della Banca Nazionale Svizzera sulla base di *swaps* con le banche commerciali ammontava a \$7,6 miliardi, pari al 50% delle riserve ufficiali complessive in valuta estera.

Nel 1980 il *Canada* ha avuto un rilevante miglioramento nella bilancia dei pagamenti correnti, con una riduzione del disavanzo da \$4,3 a 1,3 miliardi. Gli afflussi netti di capitali identificati, tuttavia, sono diminuiti in misura ancora maggiore, passando da \$6,7 a 2,8 miliardi, in gran parte a causa dell'elevato livello dei tassi d'interesse negli Stati Uniti; inoltre si sono avuti deflussi netti non identificati pari a \$2,2 miliardi. Di conseguenza, la bilancia dei pagamenti globale del *Canada* ha presentato un leggero disavanzo di \$0,7 miliardi.

Il miglioramento nella bilancia dei pagamenti correnti, che ha permesso di conseguire il disavanzo più basso degli ultimi sei anni, è dovuto al raddoppio dell'eccedenza commerciale, passata da \$3,4 a 6,8 miliardi. Il solo importante settore in cui il saldo commerciale è peggiorato nel 1980 è stato quello del petrolio greggio e del gas naturale, dove è scomparsa l'eccedenza di \$0,9 miliardi registrata nel 1979, in quanto le maggiori vendite di gas naturale sono state più che compensate dai maggiori esborsi per l'acquisto di greggio. D'altro canto, il valore delle esportazioni di grano è salito di \$1,4 miliardi in virtù dei favorevoli andamenti sia nelle quantità che nel prezzo, e il disavanzo commerciale con gli Stati Uniti relativo ai prodotti del settore automobilistico si è ridotto di \$0,8 miliardi, per effetto delle minori importazioni canadesi dagli Stati Uniti. Le restanti poste della bilancia commerciale hanno segnato un notevole aumento dell'eccedenza, passata da \$3,2 a 5,3 miliardi. Ciò ha rispecchiato il miglioramento nella posizione concorrenziale internazionale del *Canada* in seguito al deprezzamento del dollaro canadese nel 1977 e nel 1978, nonché il rallentamento della crescita economica interna. L'incremento in volume delle importazioni, escludendo i prodotti dell'industria automobilistica statunitense e il petrolio, si è ridotto, tra il 1979 e il 1980, dall'11 al 3%, mentre l'aumento delle esportazioni — escludendo i prodotti automobilistici venduti negli Stati Uniti, il grano, il petrolio e il gas naturale — pur essendo anch'esso inferiore a quello del 1979, è tuttavia ammontato al 6% in volume. Il disavanzo delle partite correnti non mercantili, pari a \$8,1 miliardi, è stato leggermente più elevato che nel 1980, di riflesso a un aumento di \$0,2 miliardi negli esborsi netti per interessi e dividendi, ammontati a \$4,8 miliardi.

Quanto ai movimenti di capitali, l'aspetto principale è costituito dalla riduzione negli afflussi netti a breve termine da \$4,3 a 1,6 miliardi, dovuta al fatto che nel 1980 i tassi d'interesse a breve termine sono cresciuti in Canada meno che negli Stati Uniti. In effetti, i tassi d'interesse su alcune forme di investimenti a breve termine in Canada sono stati talvolta inferiori a quelli su titoli analoghi in dollari USA. In assenza di un ulteriore indebitamento del governo federale sui mercati finanziari internazionali, da cui esso aveva attinto \$1,4 miliardi nel 1979, gli afflussi netti a lungo termine si sono ridotti da \$2,4 a 1,2 miliardi. Un aumento di \$1,5 miliardi negli acquisti netti di titoli canadesi a lungo termine da parte di non residenti è stato controbilanciato da un incremento nei deflussi netti di capitali relativi a investimenti diretti e ad altre operazioni a lungo termine. Escludendo l'assegnazione di DSP e gli incrementi delle riserve valutarie (pari a \$0,7 miliardi) dovuti al ricavato delle vendite di oro da parte del governo, la posizione netta delle riserve ufficiali ha subito un peggioramento di \$0,7 miliardi.

Il disavanzo aggregato dei pagamenti correnti dei *paesi sviluppati ad esclusione del Gruppo dei Dieci e della Svizzera* è cresciuto di \$10,5 miliardi nel 1980, portandosi a \$24,1 miliardi. Il disavanzo commerciale è salito da \$24,6 a 32,5 miliardi e l'eccedenza delle partite invisibili è diminuita da \$11 a 8,4 miliardi. La Spagna ha subito il peggioramento delle partite correnti di gran lunga più ampio, passando da un avanzo di \$1,1 miliardi a un disavanzo di \$5,1 miliardi. Non essendovi stata alcuna riduzione nel volume delle importazioni petrolifere, la maggior parte della variazione nelle partite correnti spagnole è dovuta all'aumento di \$5 miliardi nella spesa petrolifera. Inoltre, i disavanzi della bilancia dei pagamenti correnti dell'Australia e dell'Austria sono cresciuti rispettivamente da \$2 a 3,7 miliardi e da \$1,9 a 3,6 miliardi, e quelli della Finlandia e della Turchia sono aumentati da \$0,2 a 1,4 miliardi e da \$1,2 a 2,7 miliardi. D'altra parte, i più elevati prezzi del petrolio hanno migliorato di \$2 miliardi la bilancia delle partite correnti della Norvegia, mentre la Danimarca e la Jugoslavia hanno registrato disavanzi inferiori a quelli del 1979.

Così come nel 1979, gli afflussi aggregati di capitali verso questi paesi hanno sopravanzato il disavanzo delle partite correnti, cosicché le riserve complessive (oro escluso) di questo gruppo hanno segnato un incremento di \$4,3 miliardi. Inoltre, nel 1980 l'aumento degli afflussi di capitali ha superato quello del disavanzo dei pagamenti correnti, sicché gli incrementi nelle riserve totali sono stati di \$2,1 miliardi più elevati che nel 1979. I maggiori afflussi di capitali sono dovuti in gran parte all'accresciuto ricorso di questi paesi al sistema bancario internazionale. Nel 1980 il loro indebitamento totale netto nei confronti delle banche situate nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera e delle filiali delle banche USA nei centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente è stato di \$11 miliardi, cioè di una cifra doppia rispetto a quella del 1979. Il totale dei nuovi fondi raccolti attraverso il collocamento di obbligazioni internazionali, pari a \$7 miliardi, è stato inferiore di \$1 miliardo a quello del 1979. Per quanto riguarda le transazioni con il Fondo monetario internazionale, i forti prelievi netti da parte della Turchia (\$0,5 miliardi) e della Jugoslavia (\$0,4 miliardi) sono stati compensati dai rimborsi dell'Australia, della Nuova Zelanda, del Sud Africa, della Grecia e del Portogallo, cosicché nel 1980 il gruppo nel suo insieme non ha registrato alcun ricorso netto al credito del FMI.

L'andamento delle bilance dei pagamenti dei paesi in via di sviluppo non petroliferi.

Si stima che il disavanzo commerciale aggregato dei paesi in via di sviluppo non petroliferi sia cresciuto di circa \$ 15 miliardi nel 1980, portandosi a un totale di \$ 48 miliardi. Lo scorso anno la bilancia mercantile è migliorata in termini di volume poiché le esportazioni totali sono aumentate dell'8,5%, ossia ad un ritmo pressoché pari a quello del 1979, mentre la crescita delle importazioni si è ridotta dal 12 al 6%. I ricavi totali delle esportazioni sono saliti anche per effetto di un incremento del 14% nei valori unitari, ma data la crescita del 21% nei valori unitari delle importazioni, le ragioni di scambio si sono deteriorate del 6%, cioè in misura superiore al miglioramento della bilancia commerciale reale. In aggiunta all'ampliamento del deficit commerciale, il disavanzo delle partite invisibili di questo gruppo è aumentato da \$ 6 a 13 miliardi. Ciò è dovuto all'ulteriore incremento nelle posizioni debitorie esterne di questi paesi e al marcato aumento dei tassi d'interesse sui mercati finanziari internazionali. A fronte delle sole passività esterne a lungo termine, si stima che i pagamenti di interessi dei paesi emergenti non petroliferi siano cresciuti di circa \$ 14 miliardi tra il 1978 e il 1980; questa cifra è alquanto superiore all'incremento del disavanzo totale delle partite invisibili nel corso dello stesso periodo.

Nel 1980 gli afflussi identificati di capitali verso i paesi in via di sviluppo non petroliferi sono saliti decisamente meno del disavanzo delle partite correnti, essendo passati da \$ 53 a 65 miliardi. Pertanto le riserve monetarie di questi paesi (con l'esclusione dell'oro), che erano cresciute di \$ 9,5 miliardi nel 1979, si sono leggermente ridotte di circa \$ 1 miliardo l'anno scorso. Gli afflussi netti derivanti dagli investimenti diretti pare siano ammontati nel 1980 a \$ 6 miliardi, cioè allo stesso importo del 1979, mentre l'indebitamento verso l'estero è vistosamente aumentato. Il volume di nuovi fondi ottenuti da creditori ufficiali, ivi comprese le istituzioni internazionali, si stima sia cresciuto di \$ 7 miliardi tra il 1979 e il 1980, raggiungendo un totale di \$ 18 miliardi. Il ricorso netto al FMI (inclusendo i prestiti del Fondo fiduciario) è stato l'anno scorso pari a \$ 3,4 miliardi, rispetto a \$ 1,1 miliardi nel 1979. L'indebitamento lordo verso le banche commerciali operanti nei paesi del Gruppo dei Dieci e in Svizzera e verso le filiali di banche USA nei centri *offshore* dei Caraibi e dell'Estremo Oriente è ammontato a \$ 37,6 miliardi, rispetto ai \$ 35 miliardi dell'anno precedente, con una quota più ampia che in precedenza sotto forma di indebitamento a breve termine piuttosto che di crediti bancari consorziali.

Le bilance dei pagamenti dei paesi OPEC e l'impiego delle loro eccedenze.

Nel 1980 l'eccedenza delle partite correnti dei paesi dell'OPEC è cresciuta, secondo stime, da \$ 65 a 108 miliardi, nonostante una rilevante riduzione nel volume delle esportazioni di petrolio e un aumento nella quantità delle importazioni. In termini di volume la variazione più grande si è avuta dal lato delle importazioni, per le quali a una contrazione del 12% nel 1979, dovuta soprattutto all'interruzione delle vendite all'Iran, fa riscontro un aumento del 16% nel 1980. Le esportazioni in quantità hanno subito una diminuzione del 13%, rispetto a un leggero aumento nel 1979. I dati riportati nella tabella sul commercio internazionale di pagina 83 mostrano una riduzione, da \$ 85 a 79 miliardi, nell'eccedenza commerciale

dell'OPEC tra il primo e il secondo semestre del 1980; tale contrazione sarebbe stata senza dubbio più marcata se non vi fosse stato il conflitto tra Iraq e Iran che ha rallentato la crescita delle importazioni totali dell'OPEC, mentre dal lato delle esportazioni il ridotto livello delle forniture di petrolio di questi due paesi è stato in ampia misura compensato dall'aumento della produzione negli altri paesi dell'OPEC.

Paesi esportatori di petrolio:
impiego delle eccedenze disponibili nei periodi 1974-75 e 1979-80.¹ Stime.

Voci	1974	1975	1979	1980
	miliardi di dollari USA			
Eccedenza disponibile identificate	53,2	35,2	60,6	87,0
Impieghi a breve termine	36,6	9,5	43,2	42,5
di cui:				
negli Stati Uniti ²	9,4	1,1	8,3	0,2
nel Regno Unito ²	18,2	3,4	16,2	16,1
(di cui: depositi in eurovalute)	(13,8)	(4,1)	(14,8)	(14,8)
in altri paesi industriali ³	9,0	5,0	18,7	26,2
Impieghi a lungo termine	16,6	25,7	17,4	44,5
di cui:				
negli Stati Uniti	2,3	8,5	- 1,5	14,3
nel Regno Unito	2,8	0,9	1,0	2,0
in altri paesi industriali	3,1	5,8	8,7	16,7
presso istituzioni internazionali ⁴	3,5	4,0	- 0,4	4,9
in paesi in via di sviluppo	4,9	6,5	9,6	6,6

Fonte: Banca d'Inghilterra.

¹ A prescindere da difetti di rilevazione, la differenza fra la posizione delle partite correnti e gli impieghi all'estero identificati riflette l'indebitamento (al netto dei rimborsi) dei paesi dell'OPEC, gli afflussi per investimenti diretti, i crediti commerciali e altri flussi di capitali non identificati. ² Comprende i depositi bancari e gli impieghi sul mercato monetario. ³ Solamente depositi bancari. ⁴ BIRS e FMI.

I dati disponibili mostrano per il 1980 un aumento di \$87 miliardi negli impieghi all'estero identificati da parte dei paesi dell'OPEC; questa cifra è costituita in parti pressoché uguali da impieghi a breve termine in depositi bancari e sul mercato monetario e da impieghi a più lungo termine. La struttura degli incrementi identificati nelle attività sull'estero dei paesi dell'OPEC si contrappone a quella del 1979 per due aspetti. Innanzitutto, la quota dei nuovi impieghi a lungo termine, pari ad oltre il 50%, è stata quasi doppia rispetto a quella dell'anno precedente. In secondo luogo, si sono avute notevoli variazioni nella distribuzione geografica degli impieghi a breve e a lungo termine nell'ambito dei paesi industriali. Mentre nel 1980 l'ammontare dei nuovi impieghi a breve termine nel Regno Unito è stato uguale a quello del 1979, lo scorso anno si sono avuti trascurabili impieghi a breve termine negli Stati Uniti e un rilevante aumento nell'acquisizione di attività a breve in altri paesi industriali. Di conseguenza, la quota degli "altri paesi industriali" sul totale degli impieghi a breve termine dei fondi dell'OPEC è salita dal 43% nel 1979 al 62% nel 1980. Gli impieghi identificati a lungo termine sono cresciuti da \$17,4 miliardi nel 1979 a \$44,5 miliardi nel 1980. \$2 miliardi sono stati investiti nel Regno Unito, ma la maggior parte di tale forma di impieghi è stata effettuata negli Stati Uniti, dove le attività a lungo termine dei paesi OPEC erano leggermente diminuite nel 1979, e negli altri paesi industriali, dove gli afflussi, pari a \$16,7 miliardi, sono stati quasi doppi rispetto a quelli del 1979.

Se si considerano insieme gli impieghi a breve e a lungo termine, l'ammontare investito nei paesi industriali (con l'esclusione degli Stati Uniti e del Regno Unito) è cresciuto da \$ 27,4 miliardi nel 1979 a \$ 42,9 miliardi nel 1980. Il maggior ricorso ai mercati finanziari di questi altri paesi industriali, tutti con disavanzi nei pagamenti correnti, denota che una quota maggiore dell'eccedenza disponibile dei paesi OPEC è stata direttamente riciclata verso i paesi in disavanzo. Tuttavia, ciò non è avvenuto nel caso dei paesi emergenti in posizione deficitaria. Infatti, nel 1980 gli impieghi identificati a lungo termine in questi paesi sono diminuiti. Anche tenendo conto dei fondi affluiti alle istituzioni internazionali, di cui gran parte è stata verosimilmente concessa in prestito a paesi emergenti, si è avuto solamente un aumento molto modesto nel flusso dei fondi OPEC a favore di tali paesi.

Un rapido raffronto della struttura degli impieghi identificati delle eccedenze dell'OPEC tra i periodi 1974-75 e 1979-80 mette in rilievo due tendenze. Innanzitutto, la quota dei paesi industriali sugli impieghi totali dell'OPEC è cresciuta dal 79% nel primo periodo all'86% nel 1979-80. In secondo luogo, si è avuta un'evidente tendenza a una maggiore diversificazione geografica degli investimenti nell'ambito dei paesi industriali. Le quote delle attività acquisite negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono scese, tra i due periodi, rispettivamente dal 24 al 14% e dal 29 al 24%, mentre gli impieghi dei paesi OPEC negli altri paesi industriali sono cresciuti dal 26 al 48% dell'eccedenza totale disponibile.

VI. I MERCATI INTERNAZIONALI DEL CREDITO E DEI CAPITALI.

Il 1980 è stato un anno di forte espansione dei mercati finanziari internazionali. In un contesto caratterizzato da tassi d'interesse sul dollaro insolitamente alti e instabili, da tensioni sui mercati dei cambi e da pronunciate incertezze economiche e politiche, il settore bancario internazionale ha continuato a svolgere il ruolo di sbocco principale delle eccedenze dei paesi OPEC e di importante erogatore di credito sia ai paesi industriali sia, dopo una certa esitazione nella parte iniziale dell'anno, ai paesi in via di sviluppo. Anche se per alcuni singoli mutuatari il mercato è risultato meno ricettivo, le condizioni di accesso al credito sono rimaste in genere assai distese, non si è avuta carenza di fondi e vi sono stati scarsi segni di un rallentamento generale nell'espansione dei mercati. Oltre a descrivere questi andamenti, il capitolo esamina l'importante attività di riciclaggio svolta dalle banche internazionali dopo il 1974 e tenta una valutazione delle sue prospettive.

Il quadro d'insieme.

Esprese in dollari correnti, 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 lo scorso anno di \$212 miliardi, ossia di poco meno del 20%, raggiungendo un totale di \$1.323 miliardi; le corrispondenti cifre per il 1979 sono \$218 miliardi e 24%. Peraltro l'espansione nel 1980 risulta sottostimata per l'effetto dell'apprezzamento del dollaro sul valore in dollari correnti delle attività delle banche in monete quali il marco tedesco e il franco svizzero, mentre nel 1979 i movimenti dei tassi di cambio avevano amplificato l'incremento. Inoltre, nel 1980 gli aggregati risultano meno gonfiati rispetto al 1979 dalle duplicazioni contabili derivanti dai depositi interbancari entro l'area dichiarante. Al netto di questi fattori, si può stimare che la crescita effettiva del credito bancario internazionale nel 1980 sia stata di \$165 miliardi circa, cioè del 26%, a fronte dell'aumento di \$125 miliardi, pari al 24%, stimato per il 1979.

Il volume delle nuove emissioni sul mercato obbligazionario internazionale è salito di \$4,7 miliardi, portandosi a \$22,5 miliardi. Per contro, le emissioni estere sui mercati nazionali paiono aver subito l'impatto negativo dell'inversione delle curve dei rendimenti, dell'instabilità dei tassi d'interesse e delle incertezze circa i tassi di cambio, cosicché il loro volume ha accusato una contrazione di \$4,2 miliardi, scendendo a \$15,8 miliardi. Di conseguenza, il volume complessivo delle emissioni internazionali risulta pressoché invariato. Escludendo i rimborsi di precedenti emissioni e le duplicazioni contabili derivanti dalle emissioni o dalle acquisizioni di obbligazioni da parte delle stesse banche, si può stimare che i mercati obbligazionari internazionali abbiano fornito fondi per \$21 miliardi, che si sommano al finanziamento ottenuto lo scorso anno sotto forma di credito bancario, portando la crescita complessiva del credito internazionale a circa \$186 miliardi.

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 1980
	1978	1979	1980	
	miliardi di dollari USA			
Banche nei paesi europei dichiaranti ¹	+ 145,2	+ 164,6	+ 126,9	902,9
<i>di cui in valuta estera (Euromercato)</i>	+ 117,2	+ 137,7	+ 111,5	751,2
Banche in Canada e Giappone	+ 16,2	+ 15,1	+ 30,1	101,2
Banche negli Stati Uniti	+ 38,2	+ 16,8	+ 40,9	176,9
Filiali di banche USA nei centri offshore ²	+ 15,4	+ 21,1	+ 14,5	142,1
Totale	+ 215,0	+ 217,6	+ 212,4	1.323,1
meno: duplicazioni contabili derivanti da depositi interbancari entro l'area dichiarante	105,0	87,6	67,4	513,1
meno: effetti di cambio	20,0	5,0	- 20,0	.
A = Incremento netto del credito bancario internazionale ³	90,0	125,0	165,0	810,0
Emissioni di euroobbligazioni e di obbligazioni estere	37,5	37,8	38,3	.
meno: rimborsi e riacquisti ⁴	8,5	9,3	9,3	.
B = Incremento netto del finanziamento internazionale mediante obbligazioni	29,0	28,5	29,0	.
A + B = Incremento del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni	119,0	153,5	194,0	.
meno: duplicazioni contabili ⁵	6,0	7,5	8,0	.
Incremento netto del finanziamento mediante credito bancario e obbligazioni	113,0	146,0	186,0	.

¹ Austria, Belgio-Lussemburgo, Danimarca, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera e Regno Unito.
² Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ³ Calcolato a tassi di cambio costanti di fine periodo; oltre ai crediti diretti concessi ad utilizzatori finali, queste stime comprendono alcune posizioni interbancarie: anzitutto, crediti verso banche esterne all'area dichiarante, cioè esterne ai centri finanziari e offshore, ipotizzandosi che queste banche "periferiche" nella maggior parte dei casi non mutuino fondi dalle banche dei centri finanziari al semplice fine di ridedepositarli 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 mutuatarie 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.

Nel settore bancario, lo scorso anno le attività sull'estero delle banche in Giappone, in Canada e negli Stati Uniti hanno registrato un'espansione particolarmente forte, essendo aumentate del 45, del 39 e del 30% rispettivamente. Nei paesi europei dichiaranti si è avuta una decelerazione del tasso di crescita delle attività bancarie dal 27% nel 1979 al 16%; la loro quota sul totale delle nuove attività sull'estero è scesa dal 76 al 60%, anche se questa flessione è amplificata dagli effetti di cambio. Un'espansione relativamente lenta (11%) hanno segnato le attività delle filiali di banche statunitensi operanti nei centri *offshore* dei Caraibi e

dell'Estremo Oriente, mentre pare abbiano continuato ad espandersi rapidamente le attività esterne delle altre banche situate nei centri *offshore*, sia quelle dichiaranti sia quelle non comprese nelle statistiche della BRI. La crescita registrata da queste ultime, stimata in circa \$40 miliardi, si aggiunge all'espansione di \$212 miliardi nelle attività delle banche dichiaranti.

I fattori principali.

Anche lo scorso anno la rapida espansione nel volume del credito bancario internazionale non si è accompagnata ad un generale inasprimento delle condizioni di mercato. Gli altissimi tassi d'interesse a breve sul dollaro, in alcuni periodi del 1980, non sono stati sintomatici di tensioni nel settore bancario internazionale, ma hanno essenzialmente rispecchiato gli sviluppi monetari negli Stati Uniti. Anche se per alcuni paesi mutuatari alle prese con un rapido deterioramento dei loro conti con l'estero i mercati sono stati meno ricettivi, le banche hanno proseguito attivamente la ricerca di clienti di prim'ordine ed i margini di intermediazione applicati a questi mutuatari si sono mantenuti ai bassi livelli registrati nel 1979, o hanno mostrato addirittura una leggera diminuzione. Non vi è stata carenza di fondi per la concessione di nuovi crediti, e gli impulsi espansivi pare siano stati almeno altrettanto forti dal lato delle fonti dei mercati finanziari internazionali quanto dal lato degli impieghi.

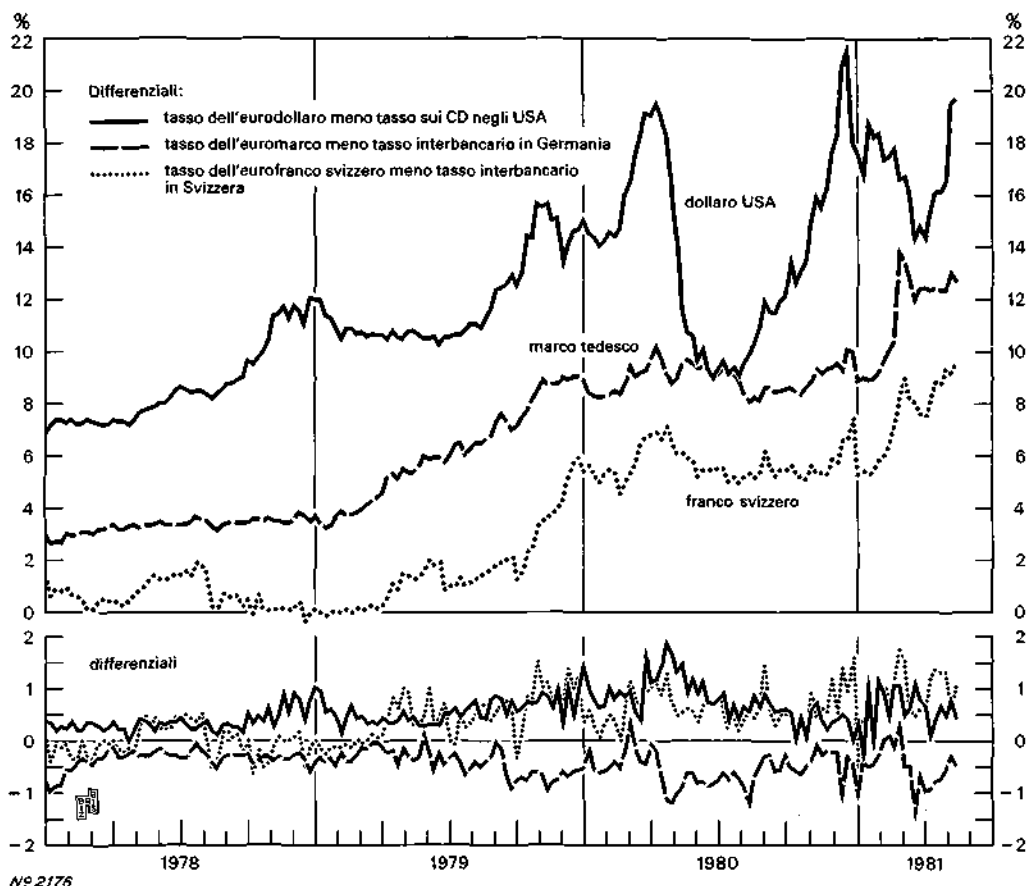
Considerando dapprima il lato dell'offerta di fondi, il più importante elemento espansivo è ancora una volta rappresentato dall'ampia eccedenza dei paesi OPEC, che ha registrato un ulteriore incremento di circa \$45 miliardi, raggiungendo un totale stimato di \$110 miliardi. Escludendo gli effetti delle variazioni dei tassi di cambio, i nuovi depositi identificati dei paesi OPEC presso le banche dichiaranti sono ammontati a \$41,5 miliardi, con un aumento di \$4,5 miliardi rispetto al 1979. Il fatto che questo incremento risulti assai inferiore all'espansione dell'eccedenza di questi paesi può aver rispecchiato non solo uno spostamento nelle scelte di investimento dei paesi OPEC verso impieghi a più lungo termine, ma anche un certo timore delle banche circa un'eccessiva dipendenza da questa fonte di finanziamento.

Una seconda importantissima fonte è costituita dalle banche negli Stati Uniti, la crescita delle cui attività sull'estero si è accelerata da \$17 miliardi circa a \$41 miliardi. Quest'espansione ha per giunta coinciso con un forte rallentamento nella crescita delle loro passività verso l'estero, cosicché il settore bancario degli Stati Uniti, che nel 1979 era stato prestatore netto di fondi dall'estero nella misura di \$21 miliardi, lo scorso anno hanno esportato capitali per un totale netto di \$33 miliardi. Non vi è dubbio che questa variazione di \$54 miliardi, superiore persino all'aumento dell'eccedenza OPEC, sia stata una delle principali ragioni della perdurante distensione che ha prevalso sui mercati finanziari internazionali nel 1980 e della generale assenza di problemi di finanziamento esterno negli altri paesi non appartenenti all'OPEC.

In terzo luogo, l'alto livello dei tassi degli eurodepositi, un'ulteriore accentuazione nell'inversione delle curve dei rendimenti e le connesse incertezze sui mercati obbligazionari hanno contribuito ad alimentare un ampio afflusso di fondi non bancari al mercato bancario internazionale.

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

Dati di metà settimana, in percentuale.



№ 2176

Infine, la rapida espansione del credito nel 1980 è stata resa possibile dal costante impegno con cui le maggiori banche commerciali hanno cercato di espandere il settore internazionale delle loro operazioni. Hanno agito da incentivo in questa direzione l'indebolimento congiunturale della domanda interna di credito e, in alcuni paesi, le restrizioni amministrative all'espansione degli impieghi bancari sull'interno. Tuttavia, un importante fattore strutturale di più lungo periodo, già avvertibile negli anni precedenti, è stata la costante debolezza della domanda di credito da parte delle grandi società riscontrata sul mercato interno dalle maggiori banche commerciali di alcuni importanti paesi industriali. Un ulteriore impulso espansivo è provenuto dalla crescente presenza nel circuito bancario internazionale di banche arabe dotate di nuove risorse finanziarie.

E' indubbiamente vero che le vicende connesse alla crisi iraniana, taluni eventi politici e le possibili implicazioni finanziarie internazionali del rincaro del petrolio del 1979 hanno comportato agli inizi del 1980 una più cauta valutazione della componente di rischio da parte delle banche, e in particolare di quello connesso all'esposizione verso singoli paesi. Ne è derivata tuttavia una maggior selettività piuttosto che una generale contrazione dell'attività. Laddove è risultato più difficile

ripartire tra un ampio numero di banche minori la partecipazione ad operazioni di credito, le grandi banche hanno fatto ricorso ai cosiddetti *club loans* o a contratti bilaterali di credito. Per quanto concerne poi le stesse banche maggiori, una certa loro riluttanza ad accrescere l'esposizione verso taluni paesi è stata controbilanciata dall'importanza attribuita al mantenimento dei rapporti di affari instaurati con questi clienti. Quanto all'atteggiamento ufficiale nei confronti dei rischi connessi all'ulteriore espansione delle operazioni internazionali delle banche, mentre le autorità di vigilanza si sono preoccupate di mantenere o di rafforzare i criteri normativi in materia di esposizione al rischio-paese e di quozienti di indebitamento, i governi hanno talora sollecitato la partecipazione delle banche commerciali al finanziamento dell'interscambio o di progetti nei paesi in via di sviluppo.

Dal lato degli impieghi del mercato finanziario internazionale, l'avanzo dei conti con l'estero dei paesi OPEC è stato il principale fattore di impulso della domanda di credito bancario internazionale attraverso i suoi effetti sul fabbisogno di finanziamento delle bilance dei pagamenti dei restanti paesi. Più della metà del disavanzo complessivo di parte corrente dei paesi non appartenenti all'OPEC si è concentrata lo scorso anno sui paesi sviluppati ad esclusione degli Stati Uniti. Questi paesi, nella misura in cui non sono stati destinatari diretti di fondi provenienti dall'eccedenza OPEC, non hanno praticamente incontrato difficoltà, se si prescinde da alcuni casi sporadici, nell'ottenere prestiti sui mercati finanziari internazionali. Inoltre, una parte cospicua della domanda globale di credito internazionale da parte del settore non bancario privato di questi paesi è stata motivata da considerazioni legate al costo e alla disponibilità di fondi, nonché al tasso di cambio, piuttosto che da fattori in qualche modo connessi ad esigenze di bilancia dei pagamenti. L'indirizzo più restrittivo delle politiche monetarie interne e l'instabilità dei tassi d'interesse hanno fornito ai mutuatari di questi paesi maggiori opportunità di arbitraggio tra il settore creditizio interno e quello internazionale.

Anche i paesi in via di sviluppo non petroliferi hanno visto notevolmente accrescersi il loro fabbisogno di finanziamento delle bilance dei pagamenti nel 1980, e le statistiche evidenziano ancora una volta un'accelerazione del nuovo credito concesso dalle banche dichiaranti a questi paesi, sia per l'intero 1980 sia nel corso dell'anno. I nuovi crediti si sono tuttavia concentrati su un numero limitato di paesi relativamente progrediti sul piano economico; tra questi, il Messico, divenuto ormai un esportatore netto di petrolio, ha ricevuto da solo il 27% del totale. Per di più, alcuni paesi in via di sviluppo, per poter ottenere il finanziamento richiesto, hanno dovuto accettare condizioni meno favorevoli che nel 1979, fra cui maggiori margini d'intermediazione e scadenze più brevi. Inoltre, nonostante sia complessivamente aumentato lo scorso anno il credito bancario ai paesi in via di sviluppo non petroliferi, vi è stato un certo rallentamento nell'espansione dei prestiti consorziali pubblicizzati ad essi erogati dalle banche. Ciò induce a ritenere che questi paesi abbiano dovuto fare crescente ricorso al finanziamento a breve termine e a operazioni di credito bilaterali e non pubblicizzate, per le quali forse era loro meno difficile acconsentire a condizioni più favorevoli alle banche mutuanti. Inoltre, mentre nel 1979 il ricorso al credito bancario internazionale aveva permesso ai paesi in via di sviluppo non petroliferi di incrementare di \$ 8 miliardi il totale delle loro disponibilità in valuta, lo scorso anno diversi paesi mutuatari hanno dovuto attingere alle proprie riserve, sicché il volume complessivo delle loro disponibilità valutarie ha subito una contrazione di \$ 2 miliardi. Infine, mentre nel 1979 gli

importi relativi ai prestiti pubblicizzati risultavano sensibilmente gonfiati per effetto del rifinanziamento anticipato di prestiti a condizioni più favorevoli ai mutuatari, questo tipo di operazioni è praticamente cessato nel 1980.

Un fattore che nel 1980 ha agito nel senso di frenare la domanda effettiva, ma non il fabbisogno di credito bancario internazionale, è stato l'alto livello, di origine esterna al mercato, dei tassi d'interesse sul dollaro. A differenza delle società statunitensi, i paesi che si indebitano non hanno redditi imponibili da cui detrarre gli esborsi in conto interessi. Inoltre, gli alti tassi d'interesse divengono particolarmente onerosi per un paese quando cominciano a superare il tasso di aumento dei suoi prezzi all'esportazione e quando, come è accaduto per il dollaro lo scorso anno, essi si accompagnano all'apprezzamento della moneta in cui è denominato il prestito. Vi sono chiare indicazioni che l'aumento insolitamente brusco dei tassi d'interesse sul dollaro ha esercitato forti effetti contrattivi sulla domanda di credito internazionale nei primi mesi del 1980. Tuttavia, nel quarto trimestre, quando i tassi d'interesse statunitensi hanno ancora una volta toccato livelli eccezionalmente elevati, i mutuatari internazionali hanno probabilmente cominciato a considerare che il periodo di tassi d'interesse reali bassi, o in taluni casi negativi, si era ormai concluso e, data la scarsità di alternative, si sono rassegnati ad accettare questa situazione.

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

Il 1980 è stato per le banche un anno di intensa attività creditizia internazionale nei confronti di mutuatari situati sia all'interno sia all'esterno dell'area dichiarante. Su un aumento complessivo di \$212 miliardi delle attività sull'estero delle banche, \$140 miliardi circa rappresentano posizioni creditorie tra i paesi all'interno della medesima area dichiarante; questa cifra, come di consueto, è notevolmente gonfiata per effetto dei depositi interbancari. Escludendo tali duplicazioni contabili, si stima che i nuovi crediti nell'ambito dell'area dichiarante siano ammontati a \$80 miliardi circa in dollari correnti, ovvero a \$90 miliardi se si escludono gli effetti di cambio.

Aprossimativamente \$40 miliardi del suddetto totale rettificato rappresentano fondi esteri impiegati dalle stesse banche per la concessione di crediti all'interno in moneta nazionale; i crediti diretti da esse erogati a soggetti non bancari sono ammontati a \$50 miliardi circa. I principali mutuatari non bancari di fondi esteri nell'ambito dell'area dichiarante sono stati il settore non bancario tedesco, che nei primi nove mesi dell'anno ha ottenuto \$12 miliardi (al netto delle variazioni di valutazione) per poi rimborsarne \$1,5 miliardi nel quarto trimestre, i soggetti non bancari italiani, che hanno attinto quasi \$10 miliardi, e i settori non bancari di Belgio, Francia, Giappone, Svezia e Stati Uniti, che hanno assorbito da \$4 a 5 miliardi ciascuno.

Il contributo dell'area dichiarante all'espansione degli aggregati bancari internazionali è stato ancora maggiore dal lato delle fonti del mercato (\$106 miliardi escludendo sia gli effetti di cambio sia le duplicazioni contabili). I depositi diretti effettuati da soggetti non bancari (comprendendo i nuovi fondi affluiti al mercato

* Nella sezione seguente, se non specificato altrimenti, le cifre non sono depurate degli effetti di cambio dovuti alle variazioni del dollaro rispetto alle altre monete.

Distribuzione geografica delle posizioni verso l'estero
delle banche dell'area dichiarante e di alcune filiali offshore di banche USA.¹

	1978	1979		1980			
	dicembre	giugno	dicembre	marzo	giugno ²	settembre	dicembre
	miliardi di dollari USA						
Posizioni creditorie delle banche verso:							
Gruppo dei Dieci e Svizzera, Austria							
Danimarca e Irlanda	466,9	490,2	587,7	599,1	644,1	658,2	704,0
di cui: Area europea dichiarante	359,9	363,1	437,3	434,0	474,6	481,8	522,3
Stati Uniti	53,0	70,8	81,9	89,9	87,0	88,9	89,1
Canada	15,9	16,8	19,2	19,6	21,8	22,6	23,5
Giappone	38,1	39,5	49,3	55,6	60,7	64,9	69,1
Centri bancari offshore ³	123,5	132,9	155,6	157,4	168,8	179,2	187,5
Altri paesi dell'Europa occidentale	50,4	52,4	58,7	59,0	65,2	67,1	70,1
Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa	13,5	13,8	13,7	12,8	14,5	14,7	15,5
Europa orientale	47,5	49,5	55,9	53,3	57,6	58,1	59,8
Paesi OPEC ⁴	56,4	57,7	64,1	59,9	63,2	66,0	70,0
Altri paesi in via di sviluppo	120,8	135,8	157,1	158,1	172,3	183,6	195,0
di cui: America Latina ⁵	79,9	88,4	103,5	105,5	114,1	122,3	130,2
Medio Oriente	6,5	7,3	8,2	7,4	8,3	8,7	9,8
Altri paesi dell'Asia	23,1	28,2	31,1	30,9	34,7	36,7	38,9
Altri paesi dell'Africa	11,3	11,9	14,3	14,3	15,2	15,9	16,1
Partite non classificate ⁶	14,1	14,2	17,9	17,8	20,3	21,0	21,2
Totale	893,1	946,5	1.110,7	1.117,4	1.206,0	1.247,9	1.323,1
Passività delle banche verso:							
Gruppo dei Dieci e Svizzera, Austria,							
Danimarca e Irlanda	533,5	576,6	685,7	694,0	750,1	763,7	823,7
di cui: Area europea dichiarante	404,4	436,0	528,1	524,7	565,9	569,0	613,5
Stati Uniti	101,9	110,1	123,8	128,0	144,1	148,0	160,1
Canada	15,7	17,2	17,8	21,0	20,8	23,3	23,1
Giappone	11,5	13,3	16,0	20,3	19,3	23,4	27,0
Centri bancari offshore ³	96,9	115,4	139,2	143,4	145,5	155,0	164,6
Altri paesi dell'Europa occidentale	35,4	37,8	42,5	39,2	42,8	45,0	46,3
Australia, Nuova Zelanda e Sud Africa	2,7	3,6	3,6	3,7	3,7	4,3	3,8
Europa orientale	10,6	9,9	15,4	12,7	12,6	13,5	15,6
Paesi OPEC ⁴	82,5	87,3	120,3	129,6	145,7	155,8	159,7
Altri paesi in via di sviluppo	76,6	83,4	89,6	87,2	92,3	92,9	92,7
di cui: America Latina ⁵	33,2	35,4	38,4	36,2	35,6	35,4	36,3
Medio Oriente	13,8	15,2	15,9	16,2	18,2	18,1	18,9
Altri paesi dell'Asia	22,2	25,1	26,0	25,3	28,0	29,3	27,5
Altri paesi dell'Africa	7,4	7,7	9,3	9,5	10,5	10,1	10,0
Partite non classificate ⁶	18,1	19,5	23,0	26,7	30,6	29,6	28,2
Totale	856,3	933,5	1.119,3	1.136,5	1.223,3	1.259,8	1.334,6

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

¹ Queste cifre comprendono le posizioni verso l'estero delle filiali offshore di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ² Comprende per la prima volta le attività e passività verso l'estero in moneta nazionale delle banche irlandesi che alla fine di giugno 1980 ammontavano rispettivamente a \$ 0,1 e 1,8 miliardi. Per la maggior parte si tratta di posizioni nei confronti degli altri paesi europei dichiaranti. ³ Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Hong Kong, altre Indie occidentali britanniche, Isole Cayman, Libano, Liberia, Panama, Singapore e Vanuatu (precedentemente Nuove Ebridi). ⁴ Comprende, inoltre, Bahrain, Brunei, Oman, Trinidad e Tobago. ⁵ Comprende i paesi dell'area dei Caraibi che non possono essere considerati centri bancari offshore. ⁶ Comprende le istituzioni internazionali eccetto la BRI.

per il tramite dei conti fiduciari delle banche svizzere) sono ammontati a circa \$ 45 miliardi, mentre l'importo residuo di oltre \$ 60 miliardi va essenzialmente ascritto ai crediti in moneta nazionale concessi all'estero dalle stesse banche dichiaranti. La componente più importante di questi crediti è l'incremento di \$ 40 miliardi nella posizione creditoria sull'estero delle banche negli Stati Uniti. Questo paese è stato anche il maggior fornitore di fondi non bancari, con un aumento di \$ 10 miliardi

circa nei depositi dei residenti americani presso le banche dichiaranti situate all'estero. Questo importo risulta notevolmente inferiore all'incremento di \$17 miliardi registrato nel 1979 e, contrariamente a quanto è avvenuto in quell'anno, la maggior parte dei depositi è affluita alle filiali di banche USA nei Caraibi.

Per quanto concerne i paesi esterni all'area dichiarante, nel 1980 i crediti concessi dalle banche dichiaranti agli altri paesi non appartenenti all'OPEC (escluse le partite non classificate) sono aumentati approssimativamente di \$55 miliardi, o di \$62 miliardi se si escludono gli effetti di cambio. Il nuovo credito ai paesi in via di sviluppo è ammontato a \$37,9 miliardi (\$40,5 miliardi al netto delle variazioni di cambio), raggiungendo il più alto livello finora registrato. Poiché i nuovi depositi effettuati da questi paesi sono notevolmente diminuiti rispetto al 1979, il ricorso netto dei paesi in via di sviluppo non petroliferi alle banche dichiaranti, pari a \$35 miliardi (escludendo gli effetti di cambio), ha superato di quasi il 50% il livello del 1979. I paesi dell'America Latina hanno mutuato da soli \$26,7 miliardi, cioè più dei due terzi del nuovo credito complessivo ai paesi in via di sviluppo non petroliferi, e contemporaneamente hanno ridotto di \$2,1 miliardi i loro depositi presso le banche dichiaranti. Per quanto riguarda i singoli paesi mutuatari, i maggiori prenditori di nuovi fondi sono stati il Messico (\$10,4 miliardi), il Brasile (\$6,5 miliardi) e l'Argentina (\$5,8 miliardi). Il Messico ha accresciuto di \$1,2 miliardi i propri depositi presso le banche dichiaranti, mentre il Brasile e l'Argentina hanno prelevato rispettivamente \$3,3 e 1,1 miliardi. Le attività e le passività verso i paesi in via di sviluppo al di fuori dell'America Latina si sono accresciute rispettivamente di \$11,2 e 5,2 miliardi, cosicché questi paesi considerati come gruppo sono stati prenditori netti di nuovi fondi in misura relativamente modesta. Ai paesi dell'Estremo Oriente va attribuito ben il 70% dell'indebitamento lordo, con un aumento di \$6,3 miliardi del loro saldo debitorio. Per converso, i paesi del Medio Oriente non appartenenti all'OPEC sono stati depositanti netti e gli "Altri paesi dell'Africa" hanno mutuato solo \$1,8 miliardi su base lorda, ovvero \$1,1 miliardi su base netta.

Lo scorso anno i paesi sviluppati esterni all'area dichiarante hanno aumentato di \$4,7 miliardi il ricorso al nuovo credito bancario internazionale, ottenendo \$13,2 miliardi. Escludendo gli effetti di cambio, esso si è raddoppiato rispetto al 1979, anno in cui i depositi erano stati pari ai prestiti ottenuti, mentre nel 1980 questo gruppo di paesi è diventato prenditore netto di nuovi fondi nella misura di quasi \$10 miliardi. I maggiori mutuatari singoli sono stati la Spagna (\$2,6 miliardi), la Jugoslavia (\$2,1 miliardi), la Grecia (\$1,9 miliardi), l'Australia e il Portogallo (\$1,3 miliardi ciascuno). La Grecia e in minor misura la Jugoslavia hanno anche sensibilmente accresciuto i propri depositi presso le banche dichiaranti.

I paesi dell'Europa orientale hanno ottenuto lo scorso anno \$3,9 miliardi di nuovi crediti dalle banche dichiaranti (\$6,5 miliardi se si escludono gli effetti di cambio). Questo importo è inferiore a quello registrato nel 1979, ma essendo anche fortemente diminuiti i loro nuovi depositi presso le banche dichiaranti, il volume dei crediti netti affluiti a questi paesi, pari a \$5,5 miliardi al netto delle variazioni di cambio, è stato molto maggiore di quello dell'anno precedente. I principali mutuatari, su base sia lorda che netta, sono stati la Repubblica democratica tedesca e la Romania. La Polonia pare aver aumentato solo modestamente le proprie passività lorde, ma contemporaneamente ha effettuato prelievi dai propri depositi presso le banche dichiaranti, scesi da \$1,1 a 0,6 miliardi.

Considerando infine i paesi OPEC, si è ulteriormente accelerata l'espansione dei loro depositi presso le banche dichiaranti, passata tra il 1979 e il 1980 da \$37,8 a 39,4 miliardi (da \$37 a 41,5 miliardi se si escludono gli effetti di cambio). Contemporaneamente si è leggermente rallentato il loro ricorso al credito bancario internazionale. Di conseguenza, lo scorso anno l'offerta netta di nuovi fondi dei paesi OPEC all'area dichiarante ha superato di \$6 miliardi (al netto delle variazioni di cambio) l'importo del 1979, pur rimanendo molto al disotto della crescita del nuovo credito netto concesso dalle banche agli altri paesi esterni all'area dichiarante. Per giunta, nel corso dell'anno è notevolmente diminuito il ruolo dei paesi OPEC in veste di fornitori netti di nuovi fondi alle banche dichiaranti. Escludendo gli effetti di cambio, nel primo trimestre del 1980 i nuovi depositi dei paesi OPEC sono ammontati a \$12,4 miliardi, mentre nel quarto trimestre sono scesi a \$6,4 miliardi. Al tempo stesso questi paesi, che nel primo trimestre avevano ridotto di \$2,8 miliardi il loro indebitamento lordo verso le banche dichiaranti, nel quarto trimestre hanno mutuato fondi per un importo complessivo di \$5 miliardi. In altre parole, i paesi esportatori di petrolio, dopo essere stati i principali fornitori di nuovi fondi nei primi mesi del 1980, nel quarto trimestre hanno svolto un ruolo del tutto marginale come depositanti netti.

Sebbene la maggior parte dei fondi OPEC, cioè \$30 miliardi (escludendo gli effetti di cambio, come per tutte le altre cifre riportate in questo paragrafo), sia stata ancora una volta collocata sull'euromercato in senso stretto, la loro distribuzione geografica è stata sotto certi aspetti alquanto diversa da quella osservata nel 1979. In primo luogo, mentre nel 1979 i depositi identificati dei paesi OPEC presso le banche negli Stati Uniti e le loro filiali nei centri *offshore* erano aumentati di \$6,5 miliardi, lo scorso anno essi sono diminuiti di \$1,3 miliardi. In secondo luogo, l'incremento dei depositi di questi paesi presso banche operanti nei mercati nazionali al di fuori degli Stati Uniti, ammontato a \$7,5 miliardi, si è più che triplicato rispetto al 1979. Questo andamento ha essenzialmente rispecchiato l'allentamento delle restrizioni all'afflusso di capitali in Giappone, Germania e Svizzera. La ripartizione geografica dei depositi OPEC nel 1980 ha avuto anche ripercussioni sulla loro composizione per monete. Sebbene all'interno dell'euromercato in senso stretto sia aumentata la componente in dollari dei nuovi depositi dei paesi OPEC, la quota del dollaro sull'ammontare complessivo di questi nuovi depositi è scesa dal 72% del 1979 al 69% del 1980, nonostante la solidità di questa moneta sul mercato dei cambi. Si è registrato invece un cospicuo flusso di fondi verso lo yen e la sterlina, due monete che nel corso del 1980 si sono apprezzate rispetto al dollaro. Per giunta, la composizione per monete dei depositi OPEC ha subito notevoli variazioni nel corso dell'anno, e nel quarto trimestre, quando il dollaro era particolarmente forte, praticamente tutti i nuovi depositi erano denominati in dollari.

Il ruolo del settore bancario internazionale nel processo di riciclaggio: analisi retrospettiva e previsioni.

La tabella alla pagina seguente, considerando il periodo 1974-80, fornisce un quadro più ampio del ruolo svolto dalle banche dichiaranti come sbocco dei depositi e come fonte di credito per i principali gruppi di paesi al di fuori della stessa area dichiarante. Nella tabella le cifre concernenti i flussi non sono direttamente deducibili dai dati di consistenza della tabella di pagina 113, essendo stati depurati

degli effetti di cambio. Va aggiunto che le cifre della tabella seguente sottostimano il ruolo delle banche dichiaranti come destinatarie di fondi OPEC in quanto non includono le disponibilità dell'OPEC, sia ufficiali che private, affluite al mercato attraverso i conti fiduciari presso le banche svizzere o per il tramite di banche non dichiaranti situate nei centri *offshore* al di fuori del Medio Oriente.

Flussi tra le banche dichiaranti alla BRI¹ e gruppi di paesi esterni all'area dichiarante; 1974-80. Stime.

Voci	Consi- stenze a fine 1973	Flussi ²							Consi- stenze a fine 1980
		1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	
miliardi di dollari USA a tassi di cambio costanti di fine periodo									
Paesi OPEC³									
Depositi lordi	16,0	26,5	7,5	12,5	12,5	3,5	37,0	41,5	159,7
Indebitamento lordo	6,5	2,5	5,0	9,5	11,0	17,5	7,5	6,0	70,0
Depositi netti ⁴	9,5	24,0	2,5	3,0	1,5	- 14,0	29,5	35,5	89,7
<i>per memoria:</i>									
riserve in valuta ⁵	12,6	31,1	7,3	8,0	10,6	- 14,5	15,4	19,8	90,3
saldo delle partite correnti	.	66,0	31,0	37,0	27,0	- 2,0	66,0	110,0	.
Altri paesi in via di sviluppo⁶									
Depositi lordi	27,5	4,0	4,0	11,5	12,0	14,0	12,0	5,5	92,7
Indebitamento lordo	32,0	15,0	15,0	16,5	10,5	22,5	35,5	40,5	195,0
Depositi netti ⁴	- 4,5	- 11,0	- 11,0	- 5,0	1,5	- 8,5	- 23,5	- 35,0	- 102,3
<i>per memoria:</i>									
riserve in valuta ⁵	21,2	0,6	- 1,3	10,6	10,0	11,9	7,8	- 1,9	58,9
saldo delle partite correnti	.	- 24,0	- 31,0	- 20,0	- 13,0	- 24,0	- 40,0	- 61,0	.
Paesi sviluppati⁷									
Depositi lordi	27,0	0,5	5,5	1,5	4,5	8,5	7,5	5,5	50,1
Indebitamento lordo	23,0	7,5	10,0	12,5	12,5	5,5	7,5	15,0	85,6
Depositi netti ⁴	4,0	- 7,0	- 4,5	- 11,0	- 8,0	3,0	-	- 9,5	- 35,5
<i>per memoria:</i>									
riserve in valuta ⁵	23,5	- 2,1	- 1,4	0,4	1,7	6,4	3,1	1,5	26,7
saldo delle partite correnti	.	- 17,0	- 19,0	- 21,0	- 22,0	- 7,0	- 6,0	- 14,0	.
Europa orientale									
Depositi lordi	4,5	1,5	0,5	1,0	-	2,0	4,5	1,0	15,6
Indebitamento lordo	9,5	3,5	8,5	6,5	2,0	5,5	7,0	6,5	59,8
Depositi netti ⁴	- 5,0	- 2,0	- 8,0	- 5,5	- 2,0	- 3,5	- 2,5	- 5,5	- 44,2
<i>per memoria:</i>									
saldo commerciale ⁸ . . . . .	.	- 2,0	- 3,0	- 7,0	- 1,0	- 4,0	3,0	5,0	.
Partite non classificate⁹									
Depositi lordi	7,5	2,5	4,5	3,0	5,5	5,0	7,5	5,0	40,0
Indebitamento lordo	4,5	1,5	4,0	1,5	3,0	7,0	6,0	5,0	33,0
Depositi netti ⁴	3,0	1,0	0,5	1,5	2,5	- 2,0	1,5	-	7,0
Totale									
Depositi lordi	82,5	35,0	22,0	29,5	34,5	33,0	68,5	58,5	358,1
Indebitamento lordo	75,5	30,0	42,5	46,5	39,0	58,0	63,5	73,0	443,4
Depositi netti ⁴	7,0	5,0	- 20,5	- 17,0	- 4,5	- 25,0	5,0	- 14,5	- 85,3

¹ Fino al 1977 le statistiche della BRI comprendevano le banche dichiaranti nel Belgio-Lussemburgo, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia, Svizzera e le filiali di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. Da allora esse comprendono anche le banche operanti in Austria, Danimarca, Irlanda e, per le banche in Francia e nel Regno Unito, alcune poste in moneta nazionale connesse al finanziamento del commercio internazionale precedentemente non comprese. ² Il totale dei dati di flusso per ciascuno degli anni non è necessariamente corrispondente alla differenza tra l'ammontare in essere all'inizio e alla fine dell'intero periodo a causa di discontinuità sia nella serie dei dati sia nel metodo di calcolo dei dati di flusso. ³ Compresi anche il Bahrain, Brunei, Oman, Trinidad e Tobago. ⁴ Un segno negativo [-] equivale a indebitamento netto. ⁵ A tassi di cambio correnti. ⁶ Esclusi i centri offshore. ⁷ Comprese, fino al 1977, Austria, Danimarca e Irlanda, incluse successivamente nell'area dichiarante. ⁸ Esportazioni e importazioni f.o.b. ⁹ Compresi i centri offshore non dichiaranti (Antille olandesi, Barbados, Bermuda, altre Indie occidentali britanniche, Libano, Liberia e Vanuatu, già Nuove Ebridi) e organismi internazionali, eccetto la BRI.

Per quanto concerne il ruolo delle banche nel riciclaggio delle eccedenze OPEC, nel 1974, anno immediatamente successivo alla prima esplosione dei prezzi petroliferi, i nuovi depositi identificati dei paesi OPEC presso le banche dichiaranti ammontavano al 40% dell'eccedenza complessiva di parte corrente di questi paesi, ma nei due anni seguenti la quota scese al 24% circa. Poiché questa contrazione coincise con un forte calo dell'eccedenza corrente, i paesi OPEC persero assai rapidamente la posizione di predominio quali fornitori di nuovi fondi alle banche dichiaranti. Tenendo conto del loro indebitamento presso le banche, il declino dell'importanza dei paesi OPEC come fornitori di nuovi fondi è ancor più pronunciato a partire dal 1975. Mentre nel 1974 l'offerta netta di fondi dai paesi OPEC alle banche dichiaranti aveva coperto l'intero credito netto erogato dalle banche agli altri paesi esterni all'area dichiarante, nel 1975-76 solo il 13% di esso veniva finanziato attraverso questa fonte. E nel 1978, allorché si annullò temporaneamente l'eccedenza complessiva di parte corrente dei paesi OPEC, questi divennero i principali prenditori netti di fondi bancari.

Dal 1975 in poi il ruolo di maggiori fornitori netti di fondi alle banche dichiaranti è stato assunto dai principali paesi industriali. Ciò può essere desunto dai totali relativi ai depositi netti, riportati in fondo alla tabella, che indicano, con segno opposto, la posizione dei paesi dichiaranti verso il resto del mondo. Infatti, nel periodo susseguente al primo rincaro del petrolio, soltanto nel 1974 i paesi dell'area dichiarante sono stati prenditori netti di fondi attraverso il settore bancario internazionale. L'anno successivo essi erano tornati nuovamente ad essere prestatori netti per un importo di \$20,5 miliardi, superiore di otto volte all'offerta netta di fondi dei paesi OPEC alle banche dichiaranti.

Nel periodo più recente di nuovi rincari del petrolio, tenendo presente che gli incrementi di prezzo si sono distribuiti in un arco di tempo più lungo che nel 1973, gli andamenti sono stati per molti aspetti simili a quelli immediatamente successivi al 1973. Nel 1979 i depositi identificati dei paesi OPEC presso le banche dichiaranti ammontavano al 56% dell'eccedenza OPEC e, come nel 1974, l'offerta netta di nuovi fondi dei paesi OPEC a queste banche è stata più che sufficiente a coprire l'intero volume netto del nuovo credito da esse erogato agli altri gruppi di paesi esterni all'area dichiarante. Nel 1980 la quota dell'eccedenza OPEC depositata presso le banche è scesa al 38%. Per giunta, come precisato a pagina 115, nel corso dell'anno è rallentata la crescita dei depositi dei paesi OPEC, mentre è aumentato il loro ricorso al credito bancario, sicché nel quarto trimestre del 1980 i paesi dichiaranti avevano nuovamente sostituito i membri dell'OPEC nel ruolo di principali erogatori netti di nuovi fondi alle banche. In certa misura i dati relativi al quarto trimestre possono essere statisticamente anomali e presentare un quadro deformato. Nondimeno, specie se il prezzo reale del petrolio e l'eccedenza OPEC dovessero subire un significativo calo nel 1981, è alquanto probabile che l'area dichiarante continuerà ad agire da principale fonte netta di fondi per crediti ai paesi non appartenenti all'OPEC ed esterni all'area dichiarante.

Al tempo stesso, alcuni importanti paesi dell'area dichiarante hanno continuato ad essere forti prenditori di fondi OPEC attraverso canali non bancari. Agendo da esportatrici nette di fondi da questi paesi verso le restanti economie importatrici di petrolio, le banche effettuano quindi tuttora una sorta di riciclaggio

indiretto di fondi OPEC. Questo tipo di intermediazione, per la quale le banche presentano al passivo depositi effettuati da residenti dei rispettivi paesi anziché da membri dell'OPEC, può comportare un minor rischio di liquidità, ma l'esposizione delle banche al rischio-paese rimane ovviamente analoga a quella derivante dal riciclaggio diretto di fondi OPEC.

Dal lato degli impieghi, la tabella di pagina 116 mostra che dopo la prima ondata di rincari del petrolio le esigenze di finanziamento dei paesi importatori di greggio si sono protratte più a lungo delle eccedenze dei paesi OPEC. Mentre l'avanzo globale di questi paesi si è ridotto da \$ 66 miliardi nel 1974 a una media di \$ 34 miliardi nei due anni successivi, i nuovi crediti delle banche ai paesi non appartenenti all'OPEC al di fuori dell'area dichiarante (comprese le partite non classificate) hanno segnato un'accelerazione da \$ 27,5 a 37 miliardi, per poi scendere a \$ 28 miliardi nel 1977. Una delle ragioni di questa evoluzione è che le bilance dei pagamenti di questi ultimi paesi sono state sfavorevolmente influenzate non solo dal più elevato costo delle loro importazioni di petrolio, ma anche dal ristagno economico nei principali paesi industriali. In molti casi i paesi in via di sviluppo e i paesi sviluppati minori hanno cercato di far fronte agli effetti della recessione nelle maggiori economie industriali mantenendo relativamente alto il livello della domanda interna e finanziando i conseguenti disavanzi dei pagamenti sui mercati finanziari internazionali. Tuttavia, allorché la recessione nei paesi industriali è risultata più grave e persistente del previsto e problemi di finanziamento hanno cominciato a delinearsi all'orizzonte, i paesi non appartenenti all'OPEC al di fuori dell'area dichiarante hanno iniziato ad adottare politiche restrittive che in molti casi hanno dato risultati ragguardevoli. Di conseguenza, il disavanzo complessivo di parte corrente dei paesi in via di sviluppo esterni all'OPEC è sceso da circa \$ 31 miliardi nel 1975 a \$ 13 miliardi nel 1977. I disavanzi con l'estero dei paesi sviluppati al di fuori dell'area dichiarante si sono dimostrati più persistenti, ma nel 1978 è stato conseguito un deciso miglioramento. Una seconda ragione del costante elevato ricorso dei paesi non membri dell'OPEC al credito delle banche dichiaranti è che, allorché i loro disavanzi con l'estero hanno mostrato una flessione, essi hanno approfittato della situazione favorevole ai mutuatari presente nel 1976 sui mercati creditizi internazionali per accrescere le loro riserve ufficiali, il cui valore reale risultava eroso dopo il rincaro del petrolio del 1973. Rispettivamente nel 1977 e nel 1978, i paesi in via di sviluppo non petroliferi e quelli sviluppati esterni all'area dichiarante sono diventati temporaneamente fornitori netti di nuovi fondi alle banche dichiaranti.

Prima ancora che i risultati conseguiti dalle politiche di aggiustamento, l'inflazione dei prezzi in dollari e l'espansione economica avessero l'effetto di ridurre sensibilmente l'onere in termini reali dell'indebitamento accumulato sulla scia della prima crisi petrolifera, la nuova impennata dei prezzi del petrolio, nel corso del 1979 e del 1980, determinò un ulteriore forte aumento del debito dei paesi importatori di petrolio verso il settore bancario internazionale. Al di fuori dell'area dichiarante l'aumento del fabbisogno di finanziamento esterno si è concentrato questa volta in modo particolarmente pesante sui paesi in via di sviluppo non appartenenti all'OPEC. Ancora una volta il ritmo di crescita dell'indebitamento di questi paesi nei confronti delle banche all'estero ha superato di gran lunga quelli delle loro economie e dei bilanci delle stesse banche mutuanti. Nel biennio che va sino alla fine del 1980 il loro debito verso le banche si è infatti accresciuto del 64%;

tenendo conto dei depositi da essi effettuati presso le banche dichiaranti, la posizione debitoria netta di questi paesi — già aumentata da \$ 5 a 32 miliardi nel triennio successivo al primo rincaro del petrolio — è balzata da \$ 44 miliardi alla fine del 1978 a \$ 102 miliardi nel 1980. Per giunta l'impatto della forte espansione delle passività nette di questi paesi in termini di oneri connessi al servizio del debito è stato amplificato dall'eccezionale ascesa dei tassi d'interesse negli ultimi tre anni.

Per l'intero periodo dal 1974 al 1980 compreso, l'effetto cumulativo dei flussi netti di fondi intermediati dalle banche dichiaranti verso i restanti paesi del mondo può essere sintetizzato nel modo seguente: il debito netto dei paesi in via di sviluppo non petroliferi nei confronti delle banche è cresciuto di \$ 92,5 miliardi, cioè di un importo di poco inferiore alla metà del loro disavanzo complessivo corrente, pari a \$ 210 miliardi, registrato durante questo periodo, mentre l'indebitamento lordo è ammontato a \$ 155 miliardi. I paesi sviluppati esterni all'area dichiarante hanno mutuato \$ 37 miliardi su base netta, o \$ 70 miliardi su base lorda, a fronte di un disavanzo complessivo delle partite correnti di \$ 105 miliardi circa. I paesi dell'Europa orientale hanno fatto ricorso al credito bancario per un ammontare netto di \$ 29 miliardi, pari quasi al doppio del disavanzo commerciale globale accumulato durante questo periodo. L'ammontare netto dei fondi complessivamente erogati dalle banche dichiaranti a questi tre gruppi di paesi è stato di \$ 158,5 miliardi, di cui \$ 82 miliardi provenienti dai paesi OPEC.

E' probabile che la domanda di credito internazionale permanga forte negli anni futuri, e non solo fintantoché persisterà l'attuale fase di ampie eccedenze esterne dell'OPEC ma, a giudicare dalla passata esperienza, anche in seguito. E' assai inverosimile che i flussi internazionali di fondi non bancari possano assumere in futuro il ruolo primario finora svolto dalle banche, sebbene debba essere compiuto ogni sforzo per intensificare l'utilizzo di altri canali e soprattutto gli investimenti diretti. E' dunque evidente che si renderà necessaria un'ulteriore consistente espansione dell'attività creditizia delle banche dei paesi dichiaranti a favore degli altri paesi non appartenenti all'OPEC.

E' altrettanto evidente che le condizioni per un ulteriore forte incremento del credito bancario internazionale, soprattutto ai paesi in via di sviluppo non petroliferi, sono oggi meno favorevoli di quanto lo fossero nel 1974, e che per le banche i rischi connessi sono maggiori. Nei confronti di alcuni singoli paesi l'esposizione delle banche ha raggiunto livelli elevati in rapporto alla dotazione di mezzi propri; in molti casi la base di capitale è più debole oggi di quanto lo fosse verso la metà degli anni settanta; e talune iniziative intraprese di recente dalle autorità preposte al controllo dell'attività bancaria — in particolare l'estensione della vigilanza sulla base di bilanci consolidati a livello mondiale — potrebbero limitare alquanto le possibilità di un'ulteriore espansione del credito bancario internazionale. In aggiunta, non è ipotizzabile che negli anni a venire l'eccedenza dei conti con l'estero dei paesi OPEC si riduca altrettanto rapidamente quanto dopo il 1974, e che di conseguenza il rilancio dell'attività economica nei principali paesi industriali consenta ai paesi in via di sviluppo non petroliferi di conseguire un tasso di aumento delle esportazioni commisurato al fabbisogno finanziario derivante dalle importazioni e dal servizio del debito. Tale situazione richiede che la comunità finanziaria internazionale nel suo insieme, taluni paesi deficitari e le banche stesse svolgano un'azione appropriata al fine di assicurare il proseguimento di un'adeguata attività di riciclaggio per il tramite del sistema bancario internazionale.

Per quanto concerne il ruolo della comunità finanziaria internazionale, l'esigenza primaria è quella di mantenere e sviluppare le più ampie funzioni che il Fondo monetario internazionale ha iniziato a svolgere lo scorso anno — dopo un periodo in cui era andato calando il ricorso netto dei paesi membri ai suoi schemi di credito — nel finanziamento internazionale ufficiale e nel processo di aggiustamento delle bilance dei pagamenti. Dal punto di vista del finanziamento, gli accordi di prestito recentemente conclusi dal Fondo con l'Arabia Saudita e con le banche centrali di tredici paesi sviluppati sono un'evoluzione incoraggiante, cui dovrà seguire a tempo debito un ulteriore aumento generale delle quote del Fondo. Per quanto concerne l'aggiustamento, il FMI ha già riconosciuto l'esigenza di introdurre nuovi tipi di condizioni a cui subordinare i prestiti, in modo da dare maggior rilievo alla realizzazione di cambiamenti strutturali nelle economie dei paesi membri. Questo nuovo approccio non dispenserà affatto il Fondo dall'applicare le condizioni tradizionali a livello macro-economico.

In effetti, queste condizioni tradizionali costituiranno un importante elemento del secondo tipo di azione che si renderà necessaria affinché le banche possano fornire un contributo ottimale al finanziamento futuro delle bilance dei pagamenti, ossia che i singoli paesi deficitari evitino di prostrarre indebitamente posizioni di squilibrio esterno. In una situazione in cui la domanda di credito bancario per il finanziamento della bilancia dei pagamenti è destinata comunque a mantenersi ad un ritmo assai sostenuto, è essenziale che i paesi beneficiari del finanziamento esterno adottino, ove è necessario, appropriate politiche di aggiustamento, affinché l'esposizione delle banche al rischio internazionale si distribuisca con il tempo nel modo più ampio possibile.

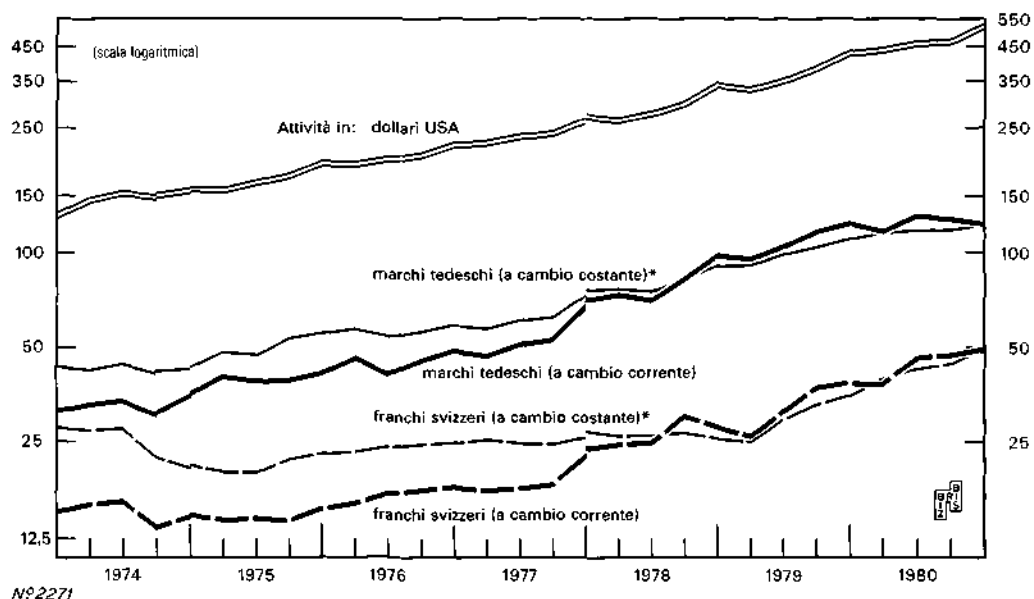
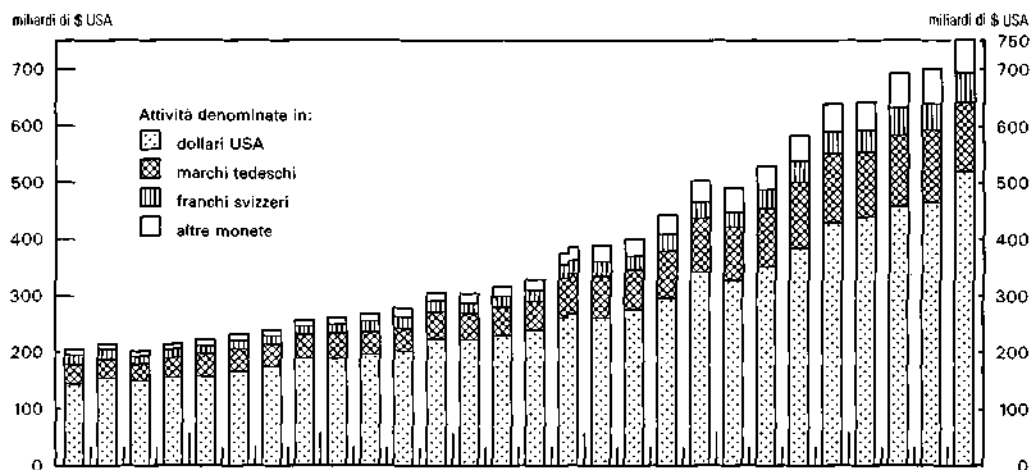
Infine, le banche stesse dovranno evitare politiche di credito che aggravino gli squilibri dei pagamenti. Non è ovviamente compito delle banche concedere prestiti a condizioni del tipo di quelle applicate dal FMI. Ma si sono verificati casi in passato in cui le banche hanno chiaramente ecceduto nell'erogare crediti a taluni paesi con disavanzi esterni manifestamente smisurati.

Se si sviluppa un'azione secondo i criteri ora delineati, si può ritenere che le banche continueranno a svolgere un importante ruolo nell'attività creditizia internazionale senza che sorgano problemi tali da pregiudicare il processo di aggiustamento e la solidità dei mercati finanziari internazionali.

Gli sviluppi nei centri bancari europei.

Nel 1980 il valore in dollari delle attività complessive verso l'estero delle banche nei paesi europei dichiaranti è aumentato di \$127 miliardi, cioè del 16%, raggiungendo un totale di \$903 miliardi. Questo incremento è notevolmente inferiore a quello di \$165 miliardi registrato nel 1979. Peraltro, l'importo per il 1980 risulta ridotto nella misura di \$32 miliardi per l'effetto dell'apprezzamento del dollaro sul valore in dollari delle attività delle banche in monete quali il marco tedesco e il franco svizzero, mentre nel 1979 le variazioni di cambio avevano amplificato l'espansione di \$12 miliardi. Inoltre, gran parte della più lenta crescita nei dati non depurati è dovuta all'aumento meno rapido delle posizioni interbancarie all'interno dell'area dichiarante.

**Struttura per monete dell'euromercato:
attività sull'estero in valuta delle banche europee dichiaranti.**
Dati trimestrali; consistenze.



Nº 2271

* A tassi di cambio costanti di fine dicembre 1980.

Le passività sull'estero hanno registrato un incremento più marcato di quello delle attività, essendo salite di \$151 miliardi a un totale di \$928 miliardi. Di conseguenza, la posizione netta sull'estero delle banche europee dichiaranti, che già nel corso del 1979 aveva subito un'inversione da un saldo attivo di \$19 miliardi a uno passivo di \$1 miliardo, ha proseguito nella medesima direzione, e alla fine del 1980 era negativa per \$25 miliardi. Questo spostamento da una posizione netta creditoria ad una debitoria, con una variazione di \$44 miliardi nell'arco di due soli anni, è dovuto in larga misura al ruolo svolto dalle banche nel finanziamento dei disavanzi esterni di origine petrolifera dei paesi europei dichiaranti.

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

			1978	1979	1980			
			dicembre	dicembre	marzo	giugno	settembre	dicembre
milioni di dollari USA								
Austria	Attività	moneta nazionale . . .	2.930	4.160	4.040	4.690	4.880	4.840
		dollari USA	4.460	6.610	7.030	6.850	7.290	7.220
		altre valute estere . . .	5.120	7.130	6.690	7.650	7.680	7.790
	Passività	moneta nazionale . . .	830	1.090	980	1.280	1.310	1.360
		dollari USA	5.300	6.870	6.820	7.150	8.010	8.010
		altre valute estere . . .	7.490	11.040	10.820	12.760	13.430	14.040
Belgio	Attività	moneta nazionale . . .	2.800	3.330	3.290	3.830	3.360	3.280
		dollari USA	18.550	23.310	25.220	28.860	30.700	33.430
		altre valute estere . . .	13.230	16.380	16.710	20.030	19.520	18.930
	Passività	moneta nazionale . . .	4.730	6.590	5.880	8.190	8.280	8.000
		dollari USA	18.040	22.200	23.450	26.970	29.500	32.940
		altre valute estere . . .	15.500	21.350	22.430	26.160	26.200	24.990
Lussemburgo	Attività	moneta nazionale . . .	1.050	1.400	1.550	1.540	1.540	1.330
		dollari USA	22.040	29.300	28.550	31.460	32.710	33.620
		altre valute estere . . .	36.300	50.100	48.890	56.290	56.250	53.690
	Passività	moneta nazionale . . .	730	1.030	980	1.200	1.210	1.130
		dollari USA	24.400	32.950	33.380	36.310	36.900	38.000
		altre valute estere . . .	30.080	42.680	41.710	48.720	48.950	45.500
Danimarca	Attività	moneta nazionale . . .	90	150	180	200	170	220
		dollari USA	1.640	1.860	1.800	1.860	1.970	2.140
		altre valute estere . . .	1.200	1.960	1.750	1.660	1.500	1.500
	Passività	moneta nazionale . . .	390	410	360	390	420	510
		dollari USA	1.500	1.900	1.640	1.580	1.640	1.980
		altre valute estere . . .	860	1.420	1.360	1.540	1.480	1.360
Francia	Attività	moneta nazionale . . .	18.200	23.180	21.460	25.060	25.350	24.430
		dollari USA	60.210	71.740	70.180	71.660	73.080	87.690
		altre valute estere . . .	20.570	28.700	25.500	29.300	30.600	31.080
	Passività	moneta nazionale . . .	5.700	6.610	7.340	8.690	9.420	8.610
		dollari USA	53.160	61.100	58.460	62.530	66.250	81.450
		altre valute estere . . .	25.630	38.500	36.350	39.640	39.570	40.250
Germania	Attività	moneta nazionale . . .	40.340	47.620	45.630	51.490	49.820	51.820
		dollari USA	14.720	14.360	12.920	14.110	14.020	14.190
		altre valute estere . . .	6.050	7.350	6.930	7.850	7.630	7.320
	Passività	moneta nazionale . . .	40.220	54.330	46.500	53.530	52.190	50.690
		dollari USA	14.510	16.430	14.070	15.350	17.140	16.790
		altre valute estere . . .	4.370	7.000	7.740	8.150	7.680	6.710
Irlanda	Attività	moneta nazionale . . .	-	-	-	100	130	140
		dollari USA	400	360	280	380	390	540
		altre valute estere . . .	1.110	1.090	1.090	1.580	1.590	1.440
	Passività	moneta nazionale . . .	-	-	-	1.800	1.900	1.940
		dollari USA	550	740	620	660	690	740
		altre valute estere . . .	1.260	1.260	1.400	2.390	2.430	2.450
Italia	Attività	moneta nazionale . . .	590	1.320	900	740	1.170	1.000
		dollari USA	17.380	21.190	14.890	14.550	13.000	23.250
		altre valute estere . . .	4.780	7.130	6.150	6.900	6.190	6.440
	Passività	moneta nazionale . . .	2.010	2.900	2.610	2.760	2.730	2.900
		dollari USA	21.840	25.400	20.160	20.000	19.460	31.740
		altre valute estere . . .	5.960	9.850	10.010	10.900	10.480	11.880
Paesi Bassi	Attività	moneta nazionale . . .	8.490	11.390	10.220	11.540	10.950	11.310
		dollari USA	19.470	23.010	24.650	25.710	25.810	27.960
		altre valute estere . . .	17.090	21.470	21.150	23.780	23.950	22.850
	Passività	moneta nazionale . . .	7.930	10.860	10.870	12.860	12.690	12.190
		dollari USA	20.710	23.320	24.420	25.890	25.940	28.980
		altre valute estere . . .	14.840	21.260	21.460	23.360	23.790	23.420
Regno Unito	Attività	moneta nazionale . . .	14.740	15.490	15.930	18.530	20.480	22.670
		dollari USA	156.910	211.760	228.280	237.080	241.010	262.790
		altre valute estere . . .	45.940	58.240	58.090	67.040	68.330	70.850
	Passività	moneta nazionale . . .	11.950	19.230	19.760	24.180	26.360	27.630
		dollari USA	167.250	219.990	239.220	250.810	253.260	276.990
		altre valute estere . . .	46.170	61.980	60.440	67.320	69.160	69.730

(Continua alla pagina seguente)

			1978	1979	1980							
			dicembre	dicembre	marzo	giugno	settembre	dicembre				
							milioni di dollari USA					
Svezia	Attività	moneta nazionale . . .	860	1.030	1.010	1.070	1.250	1.200				
		dollari USA	2.160	2.950	3.030	3.610	3.830	4.330				
		altre valute estere . . .	1.230	1.830	2.020	2.420	2.340	2.120				
	Passività	moneta nazionale . . .	700	900	880	960	1.000	1.000				
		dollari USA	2.790	4.620	5.270	5.820	6.020	6.860				
		altre valute estere . . .	1.730	3.190	3.430	4.030	4.040	3.910				
Svizzera	Attività	moneta nazionale . . .	19.290	27.170	27.830	29.910	30.460	29.480				
		dollari USA	21.580	21.510	22.130	20.600	21.810	21.570				
		altre valute estere . . .	9.830	10.390	9.250	10.250	9.130	8.500				
	Passività	moneta nazionale . . .	6.820	7.440	7.450	9.740	11.570	11.950				
		dollari USA	18.540	21.110	22.540	20.930	21.300	23.890				
		altre valute estere . . .	8.330	9.670	8.840	9.520	8.550	7.900				
Totale paesi europei dichiaranti	Attività	moneta nazionale . . .	109.380	136.240	132.040	148.700 ¹	149.560	151.720				
		dollari USA	339.520	427.960	438.960	456.730	465.620	518.730				
		altre valute estere . . .	162.450	211.770	204.220	234.750	234.710	232.510				
	Passività	moneta nazionale . . .	82.010	111.390	103.610	125.580 ¹	129.080	127.910				
		dollari USA	348.590	436.630	450.050	474.000	486.110	548.360				
		altre valute estere . . .	162.220	229.200	225.990	254.490	255.760	252.140				
Canada	Attività	moneta nazionale . . .	480	580	550	640	570	640				
		dollari USA	20.430	22.990	26.120	27.280	29.220	31.820				
		altre valute estere . . .	1.460	2.030	2.280	2.580	3.130	3.020				
	Passività	moneta nazionale . . .	2.620	3.080	2.940	3.080	3.070	2.990				
		dollari USA	21.340	28.170	30.600	31.900	33.830	38.250				
		altre valute estere . . .	1.010	1.560	1.860	2.190	2.500	2.360				
Giappone	Attività	moneta nazionale . . .	7.970	11.350	11.510	14.040	14.960	16.960				
		dollari USA	22.520	30.350	34.790	33.590	40.960	43.980				
		altre valute estere . . .	3.200	3.730	3.460	3.700	4.190	4.730				
	Passività	moneta nazionale . . .	8.690	3.820	4.320	11.400	12.170	12.340				
		dollari USA	28.490	43.900	49.730	51.100	56.470	60.440				
		altre valute estere . . .	1.830	2.770	3.720	5.210	6.510	7.440				
Stati Uniti ²	Attività	moneta nazionale . . .	115.660	133.580	130.780	149.440	161.520	172.700				
		valuta estera	3.510	2.440	2.810	3.000	3.110	4.210				
		Passività	moneta nazionale . . .	89.700	128.120	130.360	128.580	129.370	135.530			
Filiali di banche USA ³	Passività	valuta estera	2.350	1.870	1.820	2.240	2.580	2.670				
		offshore Attività	valuta estera ⁴	106.520	127.640	129.890	131.510	140.370	142.120			
		di Passività	valuta estera ⁴	107.480	128.840	131.510	133.530	142.320	144.140			

¹ Comprende per la prima volta le posizioni verso l'estero delle banche irlandesi. ² 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. ³ Filiali offshore di banche USA nelle Bahamas, Isole Cayman, Panama, Hong Kong e Singapore. ⁴ Compresa quantità trascurabili in monete nazionali.

Lo scorso anno il recupero del dollaro sui mercati dei cambi ha contribuito a consolidarne il ruolo dominante nelle operazioni bancarie internazionali. Escludendo gli effetti di cambio, le attività sull'estero delle banche europee dichiaranti in altre monete sono aumentate ad un ritmo pressoché uguale a quello delle attività in dollari, cioè di poco più del 21%, mentre a cambi correnti il tasso di crescita del loro valore in dollari è stato soltanto di circa la metà. Dal lato delle passività delle banche, le posizioni in dollari hanno segnato una crescita del 26% e la posizione debitoria netta sull'estero in questa moneta è salita da \$ 8,7 miliardi alla fine del 1979 a \$ 29,6 miliardi. Ciò induce a ritenere che le operazioni in eurovalute effettuate dalle banche abbiano contribuito a moderare l'apprezzamento del dollaro sul mercato valutario a pronti, e quindi a ridurre l'instabilità dei cambi, anche se le banche hanno in gran parte coperto le proprie posizioni in vendita a pronti sul dollaro mediante acquisti di dollari a termine.

**Composizione per monete delle posizioni in valuta estera
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									
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*	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	8.080	6.810
dic.	427.960	104.320	211.770	52.140	124.430	38.660	11.140	8.470	7.820
1980 marzo	438.960	108.630	204.220	54.230	115.710	38.010	11.590	7.810	8.500
giugno	456.730	118.310	234.750	62.950	129.830	46.240	13.650	8.680	9.140
sett.	465.620	122.540	234.710	67.020	127.430	47.230	13.440	8.040	10.450
dic.	518.730	129.080	232.510	64.420	122.930	49.620	12.970	7.430	11.550
<i>Per memoria:</i>									
<i>Posizioni verso residenti</i>									
1976 dic.	74.740	21.330	26.920	7.560	.	.	.	.	.
1977 dic. I	92.810	30.240	34.220	9.850	.	.	.	.	.
dic. II*	93.510	30.560	35.710	10.640	.	.	.	.	.
1978 dic.	106.530	32.690	49.550	13.500	.	.	.	.	.
1979 dic.	126.570	34.850	69.610	20.270	.	.	.	.	.
1980 marzo	137.280	36.780	73.120	22.710	.	.	.	.	.
giugno	148.680	40.610	81.990	27.780	.	.	.	.	.
sett.	156.010	41.570	81.830	27.690	.	.	.	.	.
dic.	169.560	42.200	85.400	29.860	.	.	.	.	.
Passività									
1975 dic.	189.470	24.280	69.200	6.690	39.940	15.290	3.140	3.550	3.350
1976 dic.	230.040	29.550	80.610	8.970	47.230	15.880	3.980	3.530	3.220
1977 dic. I	272.880	34.200	110.560	12.050	64.970	20.870	5.920	4.900	4.400
dic. II*	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.	436.630	64.190	229.200	22.480	127.940	40.710	15.180	8.810	11.370
1980 marzo	450.050	68.680	225.990	23.500	118.250	41.680	19.350	8.210	11.450
giugno	474.000	71.380	254.490	26.860	133.000	49.240	22.930	9.440	12.610
sett.	486.110	74.410	255.760	26.410	130.470	51.690	23.070	8.860	13.430
dic.	548.360	83.900	252.140	27.480	125.260	51.620	23.820	8.300	14.470
<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*	75.310	12.280	30.400	5.460	.	.	.	.	.
1978 dic.	87.690	14.690	45.060	7.440	.	.	.	.	.
1979 dic.	108.910	17.180	63.940	9.280	.	.	.	.	.
1980 marzo	117.850	18.000	61.580	9.860	.	.	.	.	.
giugno	124.710	19.290	68.680	10.980	.	.	.	.	.
set.	132.650	18.990	66.120	10.960	.	.	.	.	.
dic.	148.100	20.480	66.570	10.240	.	.	.	.	.

* Dal dicembre 1977 comprende le posizioni delle banche austriache, danesi e irlandesi.

Nel 1980 le attività e le passività in euromarchi sono cresciute ad un ritmo relativamente lento, e il valore in dollari è addirittura calato, cosicché la loro quota sul totale delle attività in essere in eurovalute è scesa dal 19,5 al 16,4%. Per contro, le attività e le passività in eurofranchi svizzeri sono aumentate di oltre il 40% (escludendo gli effetti di cambio), soprattutto a causa dell'allentamento delle restrizioni all'afflusso di capitali in Svizzera, che ha contribuito a ripristinare il collegamento con il mercato nazionale del franco svizzero. Analogamente, il mercato dell'eurosterlina ha beneficiato degli effetti della revoca dei controlli valutari nel Regno Unito. Le passività in questa moneta (sempre escludendo gli effetti di cambio) sono aumentate di \$7,5 miliardi nel 1980, passando a \$23,8 miliardi; la maggior parte dei relativi fondi è provenuta dal Regno Unito, compresi \$1,6 miliardi affluiti da soggetti non bancari.

Un elemento di rilievo dal lato delle passività delle banche europee dichiaranti è la forte diminuzione dei nuovi depositi effettuati dalle istituzioni monetarie ufficiali, scesi da \$32 miliardi nel 1979 a \$11,4 miliardi (escludendo gli effetti di cambio), nonostante il cospicuo afflusso di nuovi fondi dai paesi dell'OPEC. Anche in questo caso non vi sono indicazioni che l'euromercato sia servito da tramite per speculazioni valutarie, dato che tale minore crescita ha riguardato anche quelle monete, in particolare il dollaro, che si sono apprezzate sul mercato dei cambi, mentre i depositi in marchi tedeschi e in franchi svizzeri hanno continuato a registrare sensibili aumenti.

Considerando gli sviluppi sui singoli mercati, le banche nel Regno Unito hanno da sole contribuito per il 53% all'espansione totale (depurata degli effetti di valutazione) nelle attività sull'estero in valuta delle banche europee dichiaranti, con un aumento della loro quota di mercato dal 42,2 al 44,4%. In termini di tasso di crescita, l'espansione più rapida (36%) è stata quella registrata dalle banche in Belgio, mentre le attività sull'estero in valuta delle banche in Germania sono rimaste pressoché invariate, e quelle delle banche in Svizzera hanno segnato una leggera flessione. Tuttavia, le banche tedesche e svizzere, per effetto della forte domanda estera di crediti in marchi e in franchi svizzeri, hanno accresciuto rispettivamente di quasi \$10 e 5 miliardi (esclusi gli effetti di valutazione) le loro attività esterne in moneta nazionale. In seguito alla rimozione dei controlli valutari britannici, anche la posizione creditoria sull'estero in moneta nazionale delle banche nel Regno Unito ha registrato una forte espansione, di oltre \$6 miliardi, cioè del 37%. Un'ulteriore conseguenza della revoca dei controlli valutari è stato l'incremento di quasi \$3 miliardi, ossia del 25%, delle passività in valuta delle banche londinesi verso residenti non bancari.

Per quanto riguarda il ruolo delle banche europee come canali di finanziamento delle bilance dei pagamenti, si può rilevare che la più forte espansione nella posizione debitoria netta sull'estero in valuta è stata quella di \$6,6 miliardi (che porta il totale a \$13,9 miliardi) registrata dalle banche in Italia, le quali hanno impiegato questi fondi per concedere crediti in valuta a residenti. Ingente è stato anche il volume dell'indebitamento netto in valuta con l'estero delle banche in Francia e in Austria, sebbene esse abbiano contemporaneamente accresciuto in certa qual misura le proprie posizioni creditorie nette sull'estero in moneta nazionale. Dopo l'allentamento delle restrizioni all'afflusso di capitali, nel 1980 le passività sull'estero in moneta nazionale delle banche in Svizzera sono addirittura cresciute di

quasi l'80%, anche se la maggior parte di questi fondi è stata riesportata. Le banche svizzere, peraltro, sono state forti prenditrici nette di fondi in valuta cosicché, in netto contrasto con il consueto andamento, la loro posizione creditoria netta sull'estero è complessivamente diminuita di \$2,9 miliardi, e ciò ha certamente contribuito ad attenuare le pressioni al ribasso sul franco svizzero nei mercati dei cambi. Per converso, le operazioni delle banche situate in Germania pare abbiano acuito lo scorso anno i problemi di bilancia dei pagamenti di questo paese. Mentre nel 1979 le banche tedesche avevano importato un ammontare netto di \$10,5 miliardi di fondi esteri, lo scorso anno esse hanno esportato \$6,9 miliardi. Di fronte a questa evoluzione, in dicembre la Bundesbank ha concluso con le banche tedesche un accordo informale che limita temporaneamente i loro crediti all'estero a lungo termine in marchi.

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 off-shore ⁴	Paesi OPEC ⁵	Altri 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 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
1980 marzo	179,7	119,0	39,9	35,5	42,4	34,4	69,5	29,6	57,6	4,4	493,0
giugno	204,6	138,1	40,6	38,7	46,4	36,8	71,1	30,8	63,0	5,0	537,0
settembre	210,3	142,8	39,5	41,6	48,9	37,3	70,7	31,8	65,9	5,0	551,0
dicembre	216,4	143,7	39,7	45,1	52,1	38,9	73,0	33,8	71,0	5,0	575,0
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 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
1980 marzo	183,0	101,0	51,0	17,8	29,4	10,4	54,2	89,7	46,0	11,5	493,0
giugno	202,0	113,3	57,0	18,3	30,9	10,4	59,9	96,2	48,7	13,6	537,0
settembre	200,5	112,4	54,5	20,1	33,4	11,0	64,0	106,0	47,7	13,8	551,0
dicembre	211,0	124,3	59,7	22,1	33,5	12,8	68,0	109,8	46,6	11,5	575,0

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.

¹ Include: a) sotto la voce "Impieghi", le conversioni da parte delle banche di valuta estera in moneta nazionale e i fondi in valuta estera forniti dalle banche dichiaranti alle banche 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). ² Per le "Fonti", inclusi i fondi fiduciari nella misura in cui sono trasferiti da banche svizzere ad altre banche entro l'area dichiarante e non sono dichiarati dalle stesse banche svizzere come passività verso operatori non bancari esterni all'area dichiarante. ³ Escluse le posizioni nei confronti della Repubblica democratica tedesca delle banche situate nella Repubblica federale tedesca. ⁴ Antille olandesi, Bahamas, Barbados, Bermuda, Isole Cayman, Hong Kong, altre Indie occidentali britanniche, Libano, Liberia, Panama, Singapore, e Vanuatu (precedentemente Nuove Ebridi). ⁵ Comprende anche Bahrain, Brunei, Oman, Trinidad e Tobago. ⁶ Include le posizioni nei confronti di istituzioni internazionali eccetto la BRI.

Considerando infine la cosiddetta "dimensione netta" dell'euromercato nella sua definizione piú ristretta (cioè escludendo le duplicazioni contabili, ma comprendendo i fondi in valuta utilizzati dalle banche per impieghi all'interno), si può stimare che nel 1980 il volume del credito in valuta intermediato dalle banche dei paesi europei dichiaranti sia aumentato di \$ 100 miliardi, raggiungendo un totale di \$ 575 miliardi. A tassi di cambio costanti di fine 1980, l'aumento è stato di circa \$ 115 miliardi, superando di circa \$ 20 miliardi l'importo del 1979.

Nel complesso, la distribuzione geografica di questi nuovi crediti non si è molto differenziata da quella dei flussi bancari internazionali complessivi descritta alle pagine 112-115. Le banche hanno utilizzato all'incirca \$ 55 miliardi di fondi in eurovalute per impieghi all'interno dell'area dichiarante (escludendo gli effetti di cambio, come per tutte le cifre che seguono in questa sezione). Le posizioni creditorie verso il Giappone, gli Stati Uniti e il Canada sono globalmente aumentate di \$ 16 miliardi, e \$ 6,5 miliardi circa sono stati prestati per il tramite dei centri *offshore*. Al di fuori di questa piú ampia area dichiarante, la variazione piú rilevante è stata l'espansione di \$ 16,5 miliardi dei crediti ai paesi in via di sviluppo non petroliferi. Poiché le passività verso questi paesi sono aumentate di poco, la posizione creditoria netta in valuta delle banche europee dichiaranti verso i paesi in via di sviluppo, quasi nulla alla fine del 1978, è salita a \$ 24,4 miliardi. Lo scorso anno gli "Altri paesi sviluppati" e l'Europa orientale hanno ottenuto nuovi eurocrediti per importi rispettivamente di \$ 12,5 e 4 miliardi.

Dal lato delle fonti del mercato, il contributo dell'area europea dichiarante è stato di circa \$ 45 miliardi; questa cifra è inferiore di \$ 10 miliardi a quella registrata dal lato degli impieghi. Inoltre, \$ 9 miliardi di nuovi fondi sono affluiti al mercato dagli Stati Uniti e probabilmente anche la maggior parte dei \$ 16 miliardi di nuovi fondi ottenuti per il tramite dei centri *offshore* è di origine statunitense. Tuttavia, la variazione piú importante al di fuori dell'area dichiarante è l'incremento di \$ 30,5 miliardi nei nuovi depositi ricevuti dai paesi OPEC, in seguito al quale la posizione debitoria netta delle banche verso questi paesi è salita a \$ 76 miliardi, cioè a un livello pari a quasi il 250% di quello di fine 1978.

Gli andamenti nelle altre aree.

Nel 1980 le attività sull'estero delle banche negli Stati Uniti hanno registrato un'espansione di \$ 41 miliardi, piú che doppia rispetto a quella del 1979, mentre le passività esterne sono aumentate solo in misura relativamente modesta. Gran parte dell'incremento delle attività ha avuto luogo in primavera e all'inizio dell'estate allorché le condizioni monetarie negli Stati Uniti erano relativamente distese; tuttavia si sono anche avuti considerevoli deflussi nei mesi finali dell'anno, quando i tassi d'interesse statunitensi avevano nuovamente raggiunto livelli eccezionali e il dollaro era particolarmente forte.

Per quanto concerne la distribuzione geografica di questi nuovi crediti all'estero, la caratteristica di maggior rilievo è la forte espansione, di \$ 12,3 miliardi o del 34%, delle attività verso i paesi in via di sviluppo non petroliferi; pare che sia affluita a questi paesi anche una parte rilevante dei \$ 17,6 miliardi di nuovi crediti figuranti come attività verso i centri *offshore*. Contemporaneamente, il flusso di

nuovi depositi proveniente dai paesi in via di sviluppo si è pressoché arrestato. Le attività verso i paesi esportatori di petrolio, dopo un leggero calo nel 1979, hanno segnato un modesto aumento di \$ 1,4 miliardi; va inoltre rilevato che i paesi OPEC hanno attinto \$ 0,7 miliardi dai loro depositi presso le banche negli Stati Uniti, mentre nel 1979 essi avevano effettuato nuovi depositi per \$ 5 miliardi.

Lo scorso anno le filiali di banche USA nei centri *offshore* hanno essenzialmente agito da canale di intermediazione dei fondi provenienti dagli Stati Uniti, verso cui le loro passività sono aumentate di \$ 22 miliardi, cioè di oltre il 50%. Buona parte di questi fondi non è stata tuttavia utilizzata per nuovi impieghi all'estero, bensì a sostituzione di altre fonti di finanziamento. Un terzo dell'espansione nelle passività delle filiali *offshore* verso gli Stati Uniti è rappresentato da depositi ricevuti da soggetti non bancari statunitensi. Il nuovo credito è ammontato a \$ 14,5 miliardi, di cui \$ 5,1 miliardi affluiti ai paesi in via di sviluppo non petroliferi e \$ 7,5 miliardi al Regno Unito.

Tra tutti gli istituti dichiaranti, le banche in Giappone hanno registrato lo scorso anno la più forte espansione nelle posizioni sull'estero. A tassi di cambio costanti, le attività esterne si sono accresciute di \$ 18,5 miliardi, salendo a \$ 65,7 miliardi, e ancor più forte è stato l'incremento delle passività, pari a \$ 29,3 miliardi, cioè a quasi il 60%. Il conseguente aumento di \$ 10,8 miliardi nella posizione debitoria netta sull'estero delle banche, avvenuto interamente nella prima metà dell'anno, va attribuito all'effetto congiunto delle restrizioni amministrative alla partecipazione delle banche al mercato dei prestiti internazionali e del programma di sostegno allo yen del marzo 1980, comprendente tra l'altro un'attenuazione delle restrizioni all'afflusso verso le banche giapponesi di eurodepositi provenienti dalle loro filiali all'estero e l'esenzione delle autorità monetarie estere dai limiti di remunerazione sui depositi liberi in yen. Quest'ultimo provvedimento ha contribuito ad un ampio afflusso di fondi petroliferi, e nel secondo trimestre i depositi liberi in yen sono saliti di \$ 6,4 miliardi, cioè del 130%. Nel secondo semestre dell'anno la flessione dei tassi d'interesse interni a breve in rapporto ai rendimenti a lungo termine ha provocato un brusco rallentamento nell'afflusso di depositi liberi in yen di non residenti; poiché nel contempo sono state allentate le restrizioni sulle operazioni di prestito all'estero delle banche giapponesi, queste sono diventate esportatrici nette di fondi.

I mercati obbligazionari internazionali.

L'instabilità dei tassi d'interesse sul dollaro, con fasi temporanee di brusco rialzo, l'incostanza delle curve dei rendimenti e le incertezze circa i tassi di cambio hanno fatto sì che per gran parte del 1980 e nei primi mesi del 1981 le condizioni sui mercati obbligazionari fossero alquanto perturbate. A far le spese di questa situazione sono state soprattutto le emissioni obbligazionarie estere sui mercati nazionali, scese a \$ 15,8 miliardi con una flessione di \$ 4,2 miliardi, mentre il volume delle emissioni di euroobbligazioni è salito di \$ 4,7 miliardi, raggiungendo un totale di \$ 22,5 miliardi. Conseguentemente, il valore complessivo in dollari correnti delle emissioni obbligazionarie internazionali, pari a \$ 38,3 miliardi, ha leggermente superato quello del 1979, anche se tenendo conto della componente inflazionistica si è avuta una certa contrazione.

Emissioni obbligazionarie internazionali.¹

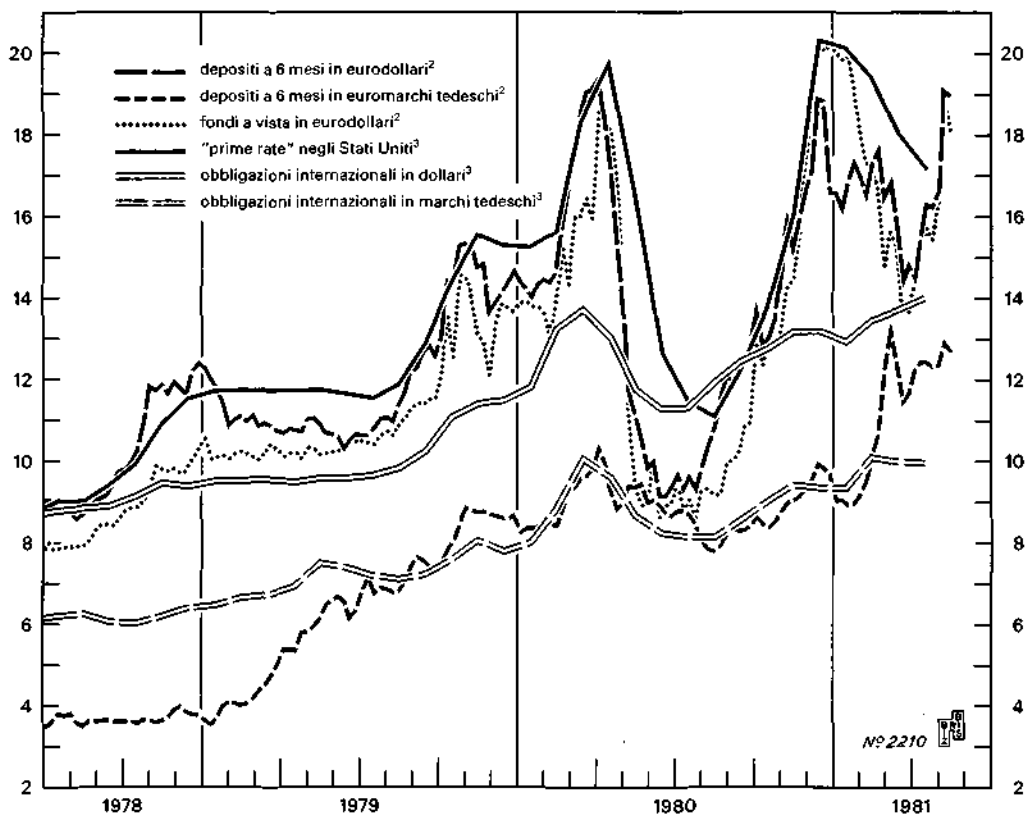
Aree o paesi mutuatari	Anni	Emissioni euroobbligazionarie				Emissioni estere			
		Totale	di cui			Totale	di cui		
			dollari USA	marchi tedeschi	collocamenti privati		negli Stati Uniti	in Svizzera	collocamenti privati
milioni di dollari USA									
Europa occidentale . . .	1978	5.410	2.440	2.240	1.310	6.260	1.640	2.690	1.980
	1979	7.160	3.740	2.030	1.340	5.780	960	4.160	2.560
	1980	9.900	4.640	2.430	1.580	5.020	490	3.330	1.540
	1981/I	1.540	760	—	—	1.440	100	960	—
Canada	1978	830	470	360	380	3.930	3.270	230	990
	1979	1.410	830	30	30	2.720	2.070	510	570
	1980	1.380	1.050	60	—	1.460	1.220	160	320
	1981/I	740	660	—	—	690	500	180	—
Stati Uniti	1978	1.290	970	230	200	370	—	220	150
	1979	2.570	2.470	50	130	160	—	60	—
	1980	4.310	3.900	120	260	200	—	200	120
	1981/I	1.290	1.190	—	—	220	—	220	—
Altri paesi sviluppati ² . . .	1978	2.550	920	1.590	400	2.930	410	1.870	2.080
	1979	1.780	780	960	330	3.940	80	3.500	3.200
	1980	2.410	1.220	950	350	2.470	—	2.230	1.830
	1981/I	330	300	—	—	770	—	640	—
Resto del mondo ³ . . .	1978	2.990	1.080	1.290	750	2.200	440	540	830
	1979	1.830	1.320	410	210	1.410	240	300	330
	1980	1.290	780	390	—	750	380	140	100
	1981/I	310	270	—	—	240	140	—	—
Istituzioni internazionali . .	1978	2.870	1.810	820	1.230	5.850	600	2.000	3.070
	1979	3.050	1.470	1.170	1.230	5.960	1.250	990	3.060
	1980	3.220	2.070	300	1.050	5.850	550	1.380	2.830
	1981/I	380	240	—	—	740	—	190	—
Totale delle emissioni collocate	1978	15.940	7.690	6.530	4.270	21.540	6.360	7.550	9.100
	1979	17.800	10.610	4.650	3.270	19.970	4.600	9.520	9.720
	1980	22.510	13.660	4.250	3.240	15.750	2.640	7.440	6.740
	1981/I	4.590	3.420	—	210	4.100	740	2.190	1.340

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

La dinamica relativamente sostenuta del mercato euroobbligazionario, ed in particolare del suo settore in dollari, va attribuita alla sua straordinaria flessibilità e capacità di adattamento al rapido mutare delle circostanze. Anche la capacità innovativa del mercato e la vasta gamma di tecniche e scelte disponibili hanno contribuito ad accrescerne l'attrattiva. Come era prevedibile in un periodo di notevoli incertezze circa il futuro andamento dei tassi d'interesse, hanno avuto in genere buona accoglienza le *notes* a tasso variabile, che hanno partecipato con il 30% al totale delle emissioni in dollari. Le emissioni convertibili, che hanno rappresentato un ulteriore 15% del totale in dollari, sono state favorite dalla sostenutezza dei mercati azionari statunitense e giapponese, dato che la maggior parte di questi titoli è emessa da società di questi due paesi. Infine, il mercato ha beneficiato dell'accresciuta presenza di investitori istituzionali e di una vivace concorrenza tra gli istituti incaricati dell'emissione che ha contribuito a contenere i margini delle commissioni.

Le emissioni obbligazionarie in dollari sono state inoltre sostenute dalla forza di questa moneta sui mercati dei cambi ed hanno agevolmente mantenuto la loro quota, pari a circa il 60%, sul totale delle emissioni. Considerazioni inerenti ai tassi di cambio e tassi d'interesse allettanti hanno avuto un influsso positivo su taluni comparti minori del mercato euroobbligazionario, come ad esempio quello delle emissioni in sterline, in franchi francesi e in fiorini olandesi, la cui quota di mercato complessiva è salita dal 6% del 1979 al 14%. E' invece sensibilmente diminuita la quota del marco tedesco, scesa dal 26 al 19%.

Tassi d'interesse sui depositi in eurovalute,
prime rate negli Stati Uniti e rendimenti delle obbligazioni in dollari USA
e in DM sui mercati internazionali.¹



¹ I rendimenti delle obbligazioni sono calcolati in relazione alla scadenza media. ² Medie settimanali delle quotazioni giornaliere. ³ Medie mensili.

La sostenutezza del settore delle euroobbligazioni in dollari ha coinvolto anche le emissioni di obbligazioni ordinarie a tasso d'interesse fisso, che sono aumentate di \$ 2,5 miliardi circa, raggiungendo un ammontare complessivo di \$ 7,5 miliardi. Oltre il 60% di questo totale è stato tuttavia emesso nel solo secondo trimestre, allorché era temporaneamente riapparsa una normale curva ascendente dei rendimenti, mentre in altri periodi l'attività di emissione si è praticamente arrestata.

Ciò è avvenuto nei periodi di febbraio-marzo e di novembre-dicembre, quando il differenziale tra i rendimenti delle obbligazioni in eurodollari e i tassi sui depositi in eurodollari si portava a oltre il 6%, nonostante l'aumento relativamente forte degli stessi rendimenti obbligazionari. I rendimenti delle obbligazioni in dollari si collocavano all'inizio dell'anno ad un livello prossimo all'11,5%, salivano al 14% in marzo e, dopo essere scesi a un minimo del 10,5% verso la metà dell'anno, continuavano ad aumentare costantemente nel secondo semestre, raggiungendo un livello del 12,5% circa alla fine di dicembre.

I rendimenti notevolmente più bassi delle obbligazioni in marchi rispetto a quelle in dollari, unitamente alle più incerte prospettive circa l'andamento del marco sui mercati dei cambi, hanno contribuito ad attenuare l'interesse degli investitori per le obbligazioni in questa moneta: il volume delle emissioni in euromarchi, pari a \$ 4,3 miliardi, è stato il più basso degli ultimi quattro anni. Nonostante le differenze nella situazione economica interna, la dinamica dei rendimenti ha seguito assai da vicino quella delle obbligazioni in dollari, e l'attività di emissione è stata particolarmente vivace nei mesi centrali dell'anno, allorché il marco era relativamente forte sui mercati dei cambi e la curva dei rendimenti era temporaneamente positiva.

La composizione per monete delle emissioni obbligazionarie estere è stata alquanto diversa da quella riscontrata per il mercato delle euroobbligazioni. L'unico importante settore che ha segnato un'espansione è stato quello delle emissioni in marchi in Germania, mentre in Svizzera, negli Stati Uniti e in Giappone le emissioni estere hanno registrato una sensibile contrazione. In Svizzera esse hanno subito una diminuzione di \$ 2,1 miliardi, scendendo al livello pur sempre assai elevato di \$ 7,4 miliardi; le principali ragioni di questo calo di interesse degli investitori sono state il livello relativamente basso dei rendimenti e le più deboli prospettive circa il tasso di cambio del franco svizzero. Una contrazione in termini relativi molto più pronunciata, da \$ 4,6 miliardi nel 1979 a \$ 2,6 miliardi lo scorso anno, hanno registrato le emissioni estere negli Stati Uniti, dove non erano presenti i fattori dianzi citati. In questo caso il più basso livello delle emissioni complessive è piuttosto attribuibile alla confusa situazione sul mercato interno e alla concorrenza del mercato delle obbligazioni in eurodollari, dove i costi del finanziamento erano talora notevolmente più bassi. In Giappone le emissioni estere in yen sono calate da \$ 3,1 a 1,6 miliardi. In Germania, il volume delle emissioni in marchi, salito da \$ 1,8 a 3,5 miliardi, è stato sostenuto dall'ampio ricorso al mercato da parte di istituzioni internazionali.

Nel 1980, ancor più che negli anni precedenti, il mercato obbligazionario internazionale è stato caratterizzato dalla predominanza di mutuatari dei paesi industriali. La quota dei paesi sviluppati sul totale delle emissioni è salita dal 68 al 71% e, includendo le organizzazioni internazionali situate in Europa, la quota del mondo industriale sale ad oltre l'80% del totale. I paesi in via di sviluppo non petroliferi hanno ridotto la loro quota dal 7,3 al 4,7%, mentre quella delle istituzioni internazionali per lo sviluppo, pari al 14%, è stata leggermente superiore a quella del 1979. Nell'ambito dei paesi industriali, le società statunitensi hanno costituito il gruppo di mutuatari di gran lunga più importante, avendo raccolto \$ 4,5 miliardi, cioè \$ 1,8 miliardi più che nel 1979. Anche Svezia, Austria, Italia e Regno Unito hanno notevolmente accresciuto il loro ricorso al finanziamento

obbligazionario internazionale. Viceversa, gli emittenti giapponesi e canadesi, che nel 1979 avevano rappresentato i mutuatari decisamente maggiori, hanno ridotto il loro ricorso al mercato rispettivamente a \$ 3,7 e 2,8 miliardi.

Nei primi mesi del 1981 il contesto nel quale operano i mercati obbligazionari internazionali non è variato molto rispetto a quello del 1980: ossia tassi d'interesse a breve elevati e instabili e pronunciate incertezze circa i tassi di cambio. A tratti l'emissione di obbligazioni in dollari a tasso fisso si è praticamente arrestata. Inoltre, a seguito della decisione adottata nel dicembre 1980 dal Sottocomitato tedesco per il mercato dei capitali, il settore del marco è stato praticamente chiuso fino alla metà di aprile a tutti i mutuatari esteri ad esclusione delle istituzioni internazionali. Di conseguenza, nel primo trimestre il volume complessivo delle emissioni internazionali, pari a \$ 8,7 miliardi, è stato leggermente inferiore alla media trimestrale del 1980.

VII. LA SCENA MONETARIA INTERNAZIONALE.

Questo capitolo è dedicato all'esame degli sviluppi in campo monetario internazionale nel corso del 1980 e dei primi mesi del 1981. La prima sezione del capitolo passa in rassegna l'evoluzione dei tassi di cambio, i cui aspetti salienti sono stati la forza del dollaro, dello yen e della sterlina inglese, la debolezza delle monete dell'Europa continentale, in particolare del marco tedesco, e un considerevole aumento nella instabilità dei tassi di cambio. Salvo il caso dello yen, i movimenti dei tassi di cambio delle monete dei maggiori paesi non sono stati correlati ai differenziali di inflazione: le monete di paesi ad alta inflazione si sono apprezzate, mentre quelle di paesi con inflazione relativamente bassa si sono deprezzate. La seconda sezione del capitolo esamina le cause di questa evoluzione e stima le conseguenti variazioni nelle posizioni concorrenziali internazionali. La terza sezione tratta del mercato dell'oro, soffermandosi sul notevole calo nella domanda per usi non monetari e sulle amplissime oscillazioni del prezzo di mercato. La quarta sezione descrive l'evoluzione delle riserve e della liquidità internazionale nel corso del 1980, durante il quale a un ulteriore incremento nelle riserve globali si è contrapposta una flessione diffusa nella disponibilità di riserve dei paesi importatori di petrolio.

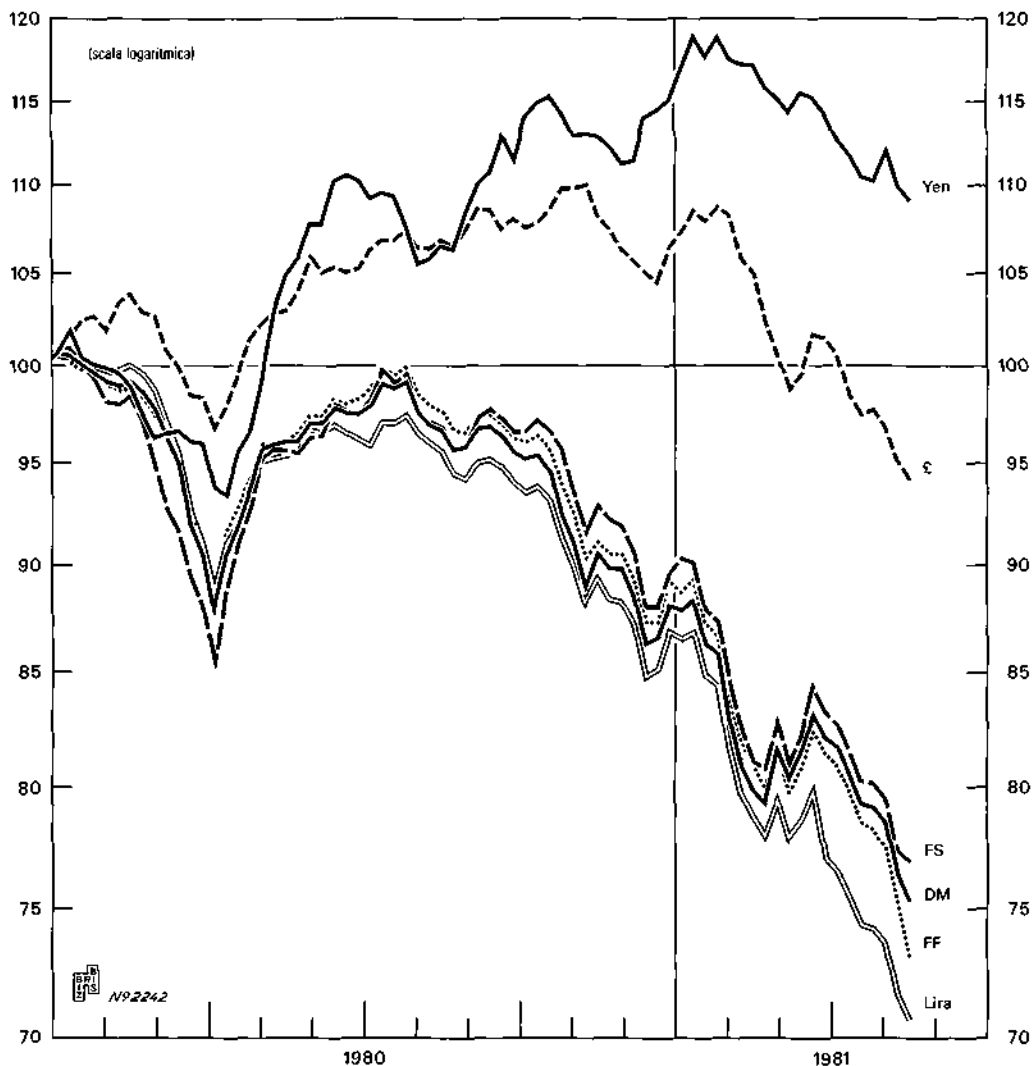
L'andamento dei tassi di cambio.

Nel periodo in esame sono avvenuti rilevanti cambiamenti sia nella posizione relativa di alcune importanti monete, sia nella loro valutazione da parte del mercato, unitamente a un'eccezionale instabilità dei tassi di cambio. Il dollaro, lo yen e la sterlina si sono apprezzati in modo considerevole, mentre le monete dell'Europa continentale hanno segnato ricorrenti periodi di debolezza. In larga misura questa evoluzione si è accompagnata a una diversa distribuzione degli squilibri di parte corrente a vantaggio dei paesi con alti tassi d'inflazione e a scapito di quelli con tassi d'inflazione relativamente bassi. Gli effetti sul mercato dei cambi di questi spostamenti nelle bilance dei pagamenti sono stati amplificati dalle conseguenze della politica monetaria restrittiva degli Stati Uniti, che a volte ha comportato differenziali a due cifre a favore del dollaro nei tassi d'interesse a breve e un'instabilità senza precedenti nei tassi d'interesse sulla stessa moneta. In simili circostanze, anche massicci interventi ufficiali non sono riusciti a impedire forti oscillazioni nei tassi di cambio bilaterali. La sola eccezione è data dal sistema a cambi fissi dello SME, in cui la stabilità dei tassi di cambio durante il 1980 è stata in gran parte dovuta alla debolezza del marco tedesco. Peraltro, il rafforzamento del marco nell'ambito del sistema dopo la metà del febbraio 1981 è stato presto seguito da un aggiustamento verso il basso del tasso centrale della lira e da un'accresciuta pressione sul franco belga, mentre il franco francese si è fortemente indebolito a seguito delle elezioni presidenziali avvenute in maggio.

L'andamento del mercato dei cambi durante il primo trimestre del 1980 è stato caratterizzato dall'apprezzamento del dollaro USA, in particolare dopo la metà di marzo, quando all'annuncio di un'ampia gamma di misure restrittive sia monetarie

che creditizie è seguito un brusco aumento nei tassi d'interesse sul dollaro. Agli inizi dell'aprile 1980 il tasso di cambio effettivo del dollaro superava del 10,5% il livello di tre mesi prima. Il rafforzamento del dollaro è stato più marcato nei confronti delle monete dell'Europa continentale. Ai primi di aprile, con differenziali dei tassi d'interesse a tre mesi a favore del dollaro portatisi al 9,5% rispetto al marco tedesco e a quasi il 13% nei confronti del franco svizzero, l'apprezzamento cumulativo del dollaro dal principio di gennaio era giunto al 16% rispetto al marco tedesco (da DM 1,71 a DM 1,98), mentre in rapporto al franco ammontava al 19%.

Tassi di cambio bilaterali:
oscillazioni rispetto al dollaro USA.
Indici delle quotazioni a pronti di alcune monete, 1980-81.
Medie settimanali, fine dicembre 1979=100.



Benché importanti, le variazioni nei differenziali internazionali dei tassi d'interesse non sono state l'unica causa dell'apprezzamento del dollaro. Il nuovo approccio di politica monetaria adottato dalle autorità monetarie degli Stati Uniti

nell'ottobre 1979 ha rafforzato la fiducia del mercato dei cambi circa la loro risolutezza nel controllare l'inflazione e ha contribuito a modificare le aspettative riguardanti il dollaro. Ciò è evidenziato dal comportamento dello yen che si è deprezzato di oltre il 10% rispetto al dollaro nel corso del primo trimestre del 1980, nonostante una certa riduzione nei differenziali del tasso d'interesse a breve a favore del dollaro.

La sterlina aveva mostrato una considerevole forza durante l'ultimo mese e mezzo del 1979 e ha continuato ad apprezzarsi nelle prime sette settimane del 1980. Benché in seguito abbia risentito del rialzo del dollaro USA, la sterlina è ulteriormente salita di valore rispetto alle altre monete europee. All'inizio dell'aprile 1980, quando il dollaro era al suo massimo, la sterlina era scesa nei confronti della moneta americana di quasi il 4% rispetto al livello di inizio gennaio, ma si era apprezzata del 10,5% nei confronti del marco tedesco.

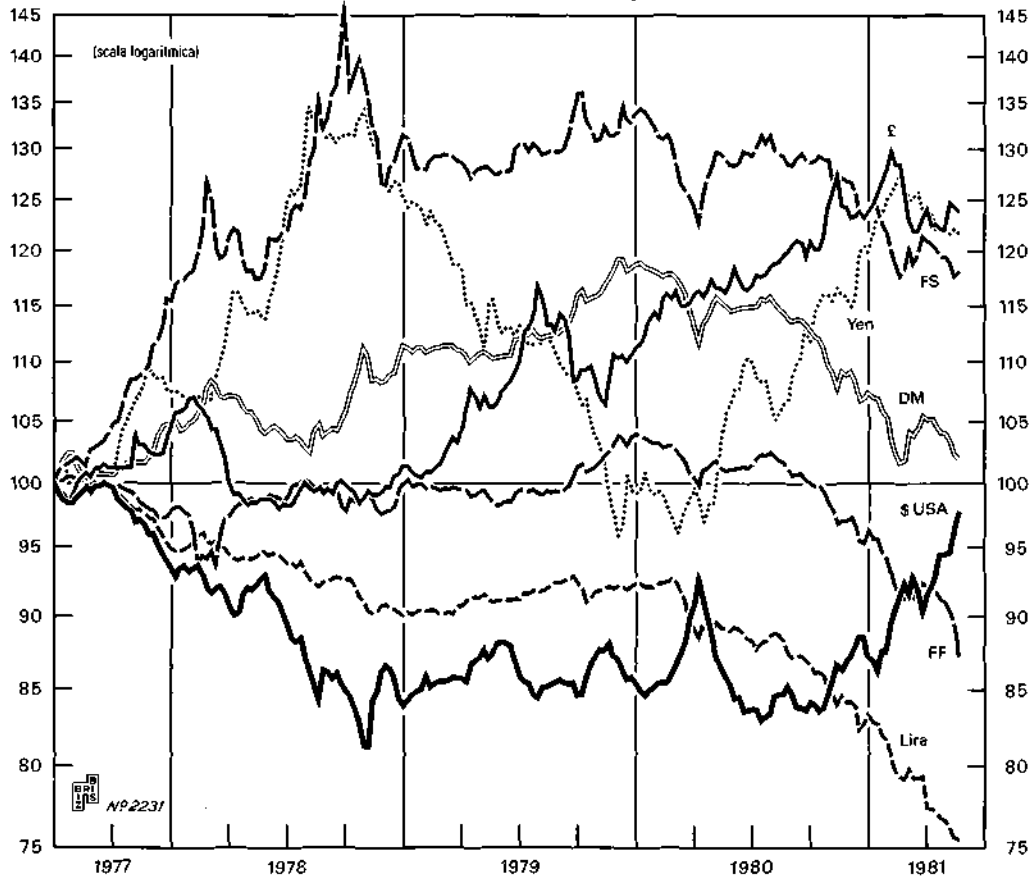
Nel tentativo di contenere i rapidi movimenti dei tassi di cambio iniziati alla metà di febbraio del 1980, le autorità monetarie dei paesi le cui monete erano soggette a pressioni al ribasso sono intervenute con decisione sui mercati dei cambi e hanno fatto ricorso a svariate misure volte a inasprire le condizioni creditizie interne e a influenzare direttamente i flussi internazionali dei pagamenti. Diversi paesi hanno aumentato il tasso ufficiale di sconto. Inoltre, si è proceduto ad allentare le restrizioni amministrative sull'afflusso di capitali, specialmente da parte di quei paesi, quali la Germania, il Giappone e la Svizzera, che in precedenza avevano adottato tali restrizioni nel tentativo di contrastare la crescente domanda internazionale delle loro monete e le cui posizioni correnti sull'estero da eccedentarie sono divenute ora deficitarie, o comunque si sono molto deteriorate.

Il rilevante rafforzamento del dollaro ha subito un'improvvisa inversione in aprile, quando i tassi d'interesse statunitensi hanno iniziato a scendere in modo ancora più deciso di quanto fossero saliti in precedenza. Pertanto, i tassi d'interesse a breve sugli impieghi in dollari sono scesi al livello di quelli delle attività in marchi tedeschi; tra fine maggio e metà luglio del 1980 i differenziali sono stati talvolta addirittura a favore del marco tedesco. Alla fine di maggio il tasso di cambio effettivo del dollaro era del 10% inferiore al suo valore massimo di aprile.

L'ampiezza della ripresa delle altre monete non è stata uniforme. Ai primi di luglio il marco tedesco era quotato a DM 1,73 rispetto al dollaro, cioè leggermente al di sotto del livello di inizio gennaio. Una situazione simile si è avuta per le altre monete dello SME (ad eccezione della lira) e per il franco svizzero. La sterlina e lo yen, d'altro canto, hanno più che recuperato il terreno perso in precedenza. In particolare lo yen si è apprezzato di ben il 21% tra l'inizio di aprile e la metà di giugno, quando il suo tasso di cambio con il dollaro, pari a yen 215,5, superava dell'11% il livello di fine 1979. Rispetto alle monete europee, l'apprezzamento dello yen tra gennaio e metà giugno del 1980 è stato leggermente maggiore, cioè del 13 e del 14,5% rispettivamente nei confronti del marco tedesco e del franco svizzero. La ripresa della sterlina è stata meno impetuosa; all'inizio di luglio il tasso di cambio rispetto al dollaro si situava a \$2,38, superando di circa il 7% il livello di fine 1979.

Diversi fattori hanno agito in favore dello yen e della sterlina. Per quanto riguarda lo yen, essi comprendevano, tra l'altro, un tasso d'inflazione interna relativamente basso, i primi segni di una riduzione del deficit dei pagamenti

Tassi di cambio effettivi, 1977-81.
Medie settimanali, fine giugno 1977 = 100.



correnti, l'allentamento delle restrizioni sugli afflussi di capitale e l'orientamento piú restrittivo della politica monetaria. Diversamente dal Giappone, nel Regno Unito il tasso d'inflazione è rimasto alto nonostante la forte contrazione nell'attività economica; tuttavia gli investitori internazionali hanno continuato a considerare la sterlina come una valida copertura contro ulteriori rincari del petrolio, e il differenziale del tasso d'interesse in suo favore si è fatto nuovamente molto ampio in conseguenza della caduta nei tassi d'interesse sul dollaro nel secondo trimestre.

Il tasso di cambio del dollaro si è stabilizzato nel corso del mese di luglio, in corrispondenza del punto di svolta inferiore dei tassi d'interesse negli Stati Uniti, e verso la fine di quel mese ha ripreso a salire rispetto alle monete dell'Europa continentale. Nella seconda settimana di ottobre il dollaro superava di quasi il 5,5% il minimo di metà luglio nei confronti del marco tedesco, benché su base ponderata fosse a un livello di poco superiore a quello di tre mesi prima. Dopo la metà di ottobre, nonostante i notevoli interventi sul mercato dei cambi da parte delle autorità degli Stati Uniti, il ritmo di apprezzamento del dollaro si è bruscamente accelerato. Verso la metà di dicembre, allorché i tassi d'interesse a breve termine sul dollaro erano saliti a nuovi livelli massimi, i differenziali in favore di questa moneta hanno raggiunto l'11,5% rispetto al marco tedesco e quasi il 15% nei confronti del

franco svizzero. L'11 dicembre il dollaro era quotato a DM 2,025, ossia circa il 19% al disopra del livello di inizio d'anno e il 2,5% al disopra del massimo dell'aprile 1980. Su base ponderata, il dollaro era salito di circa l'8% rispetto all'inizio di luglio, ma si trovava ancora del 4,5% al disotto della punta toccata in aprile.

Lo yen, dopo una fase di ribasso in reazione al suo deciso apprezzamento nel corso del secondo trimestre, ha iniziato nuovamente a rafforzarsi nell'agosto 1980. Agli inizi di ottobre, grazie al miglioramento della bilancia dei pagamenti correnti e al cospicuo afflusso di fondi, il tasso di cambio si situava a yen 207 per un dollaro, con un aumento del 10% rispetto al livello dell'inizio di agosto. In seguito hanno influito sullo yen il forte aumento dei tassi d'interesse negli Stati Uniti e i timori circa le conseguenze per l'economia giapponese della guerra tra Iran e Iraq. Tuttavia, il tasso di cambio ha ripreso la sua tendenza all'apprezzamento all'inizio di dicembre, alcuni giorni prima che i tassi d'interesse USA raggiungessero la loro nuova punta massima. Alla fine dell'anno lo yen aveva già superato il livello dell'inizio di ottobre, e ai primi di gennaio del 1981 il tasso di cambio rispetto al dollaro si era portato attorno a yen 200, con un aumento di valore di circa il 17% rispetto al livello di un anno prima. Nei confronti del marco tedesco l'apprezzamento dello yen nel corso dello stesso periodo è stato del 35%; su base ponderata esso è ammontato al 23%.

La sterlina ha seguito una via mediana tra lo yen e le monete dell'Europa continentale. Durante la seconda metà dell'anno essa si è ulteriormente apprezzata del 6% su base ponderata, ma nei confronti del dollaro non ha registrato in complesso alcun ulteriore aumento. Anche questo rappresenta tuttavia un risultato notevole, poiché l'amplessimo differenziale favorevole dei tassi d'interesse rispetto al dollaro USA di cui la sterlina aveva beneficiato nel secondo trimestre dell'anno è stato in seguito eroso, divenendo infine negativo nel novembre 1980. Tra la fine di giugno e l'inizio di novembre la sterlina si è apprezzata rispetto al dollaro, passando da \$2,34 circa a \$2,45. Successivamente, verso la metà di dicembre, è ridiscesa a \$2,30 per poi risalire a oltre \$2,40 nel gennaio 1981.

La flessione dei tassi d'interesse negli Stati Uniti dopo la metà di dicembre 1980 ha determinato un arresto soltanto temporaneo nel movimento al rialzo del dollaro. A partire da metà gennaio 1981 il dollaro ha ripreso ad apprezzarsi sensibilmente, nonostante i vigorosi interventi da parte delle autorità monetarie americane ed europee. La forza del dollaro è stata di nuovo particolarmente evidente rispetto al marco tedesco; il tasso a pronti è salito del 16,5% fino a DM 2,25 tra l'inizio di gennaio e la metà di febbraio, nonostante una certa riduzione del differenziale dei tassi d'interesse a favore del dollaro. L'atteggiamento del mercato sembra essere stato influenzato dal deciso indirizzo antinflazionistico della nuova Amministrazione degli Stati Uniti e dalle incertezze connesse alla situazione in Polonia. Rispetto al franco svizzero il dollaro si è apprezzato ancora più rapidamente, salendo del 17,5% - fino a quasi FS 2,06 - tra l'inizio di gennaio e la metà di febbraio; su base effettiva il dollaro si è apprezzato del 10% circa.

Nella seconda metà di febbraio i decrescenti tassi d'interesse sul dollaro, unitamente a un notevole inasprimento della politica monetaria in Germania e all'abolizione delle residue restrizioni sugli acquisti di obbligazioni tedesche da parte di non residenti, hanno determinato una temporanea inversione negli andamenti dei mercati dei cambi, e il valore in marchi del dollaro è sceso fino a toccare un minimo

di DM 2,05 il 19 marzo. Tuttavia, all'inizio di aprile i tassi d'interesse USA hanno nuovamente iniziato a crescere alquanto rapidamente e il dollaro ha ripreso a salire. All'inizio di maggio il suo tasso di cambio rispetto al marco ha superato il precedente massimo di metà febbraio, e con l'accentuarsi della sua ascesa a seguito delle elezioni presidenziali francesi il dollaro è stato quotato a DM 2,31 il 14 maggio, cioè il 18% al disopra del livello di fine 1980. Questa è stata la terza importante fase nell'andamento del rapporto di cambio fra il dollaro e il marco tedesco (e le altre monete continentali) dall'inizio del 1981. Su base ponderata, l'apprezzamento del dollaro nel corso dei primi quattro mesi e mezzo del 1981 è ammontato al 13,5%, e il deprezzamento del marco tedesco è stato pari al 5%, portando a circa il 15% il calo cumulativo della moneta tedesca rispetto al massimo da essa raggiunto verso la fine del 1979.

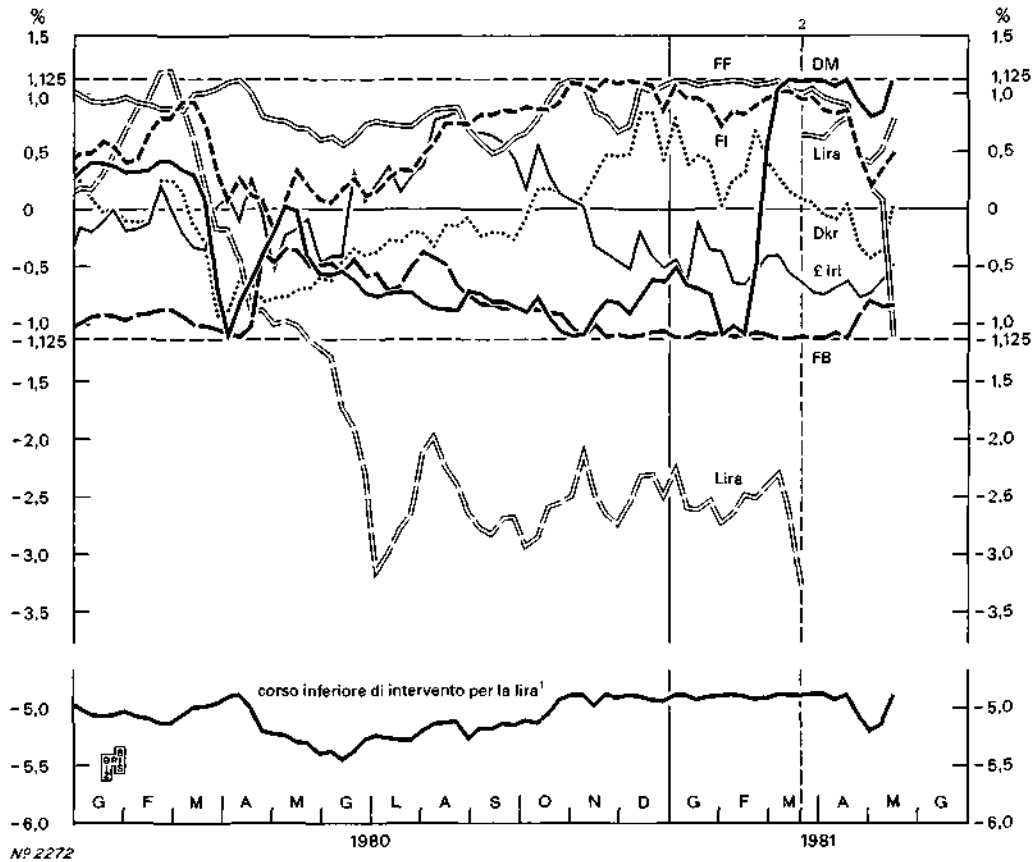
All'inizio del 1981 la sterlina ha in larga misura condiviso la debolezza delle monete dell'Europa continentale rispetto al dollaro. Sorprendentemente, ciò è avvenuto in un periodo in cui appariva sempre più evidente che la politica economica del Regno Unito era infine riuscita ad ottenere una riduzione significativa nel tasso d'inflazione interna. Tuttavia, vi era altresì una crescente consapevolezza delle conseguenze per l'economia britannica dell'elevato tasso di cambio della sterlina; e a marzo la Banca d'Inghilterra ha ridotto il *minimum lending rate* dal 14 al 12%. Alla fine del gennaio 1981 la sterlina ha iniziato a indebolirsi alquanto decisamente rispetto al dollaro; all'inizio di marzo essa aveva perso tutto il terreno guadagnato nel corso del 1980 e la sua quotazione si situava a circa \$ 2,18. Verso la metà di marzo la sterlina ha segnato una ripresa, ma alla metà di maggio si è ulteriormente deprezzata fino a \$ 2,07 circa, ossia il 7% al disotto del livello di fine 1979. Tuttavia, su base ponderata il tasso di cambio della sterlina verso la metà di maggio del 1981 superava ancora del 9% il livello della fine del 1979, in virtù del suo apprezzamento nel corso di tale periodo rispetto alle altre monete europee.

Lo yen, d'altro canto, è rimasto relativamente stabile rispetto al dollaro agli inizi del 1981, e il suo tasso a pronti si è indebolito solamente del 4% tra i primi di gennaio e la metà di febbraio, portandosi a yen 207,5 circa. L'ulteriore flessione dei tassi d'interesse interni nel corso del mese di marzo, compresa la riduzione del tasso ufficiale di sconto, ha avuto uno scarso effetto immediato sul tasso di cambio, poiché in parte ha coinciso con la diminuzione dei tassi d'interesse degli Stati Uniti. Tuttavia, la ripresa dei tassi d'interesse statunitensi dall'inizio dell'aprile 1981 ha determinato una flessione dello yen nei confronti del dollaro fino a yen 222 verso la metà di maggio, con un deprezzamento del 10% rispetto alla punta di gennaio. Su base ponderata, lo yen si è deprezzato di circa l'1,5% tra l'inizio di gennaio e la metà di maggio del 1981.

L'evoluzione nell'ambito del meccanismo dei tassi di cambio del *Sistema monetario europeo*, durante il 1980 e i primi mesi del 1981, si presenta in netto contrasto rispetto all'instabilità dei tassi di cambio in altri mercati. Alcune monete, in particolare il franco belga e il marco tedesco, sono state talora sottoposte a pesanti pressioni, rendendo necessari cospicui interventi ufficiali. Tuttavia il secondo anno di vita del sistema, conclusosi alla metà del marzo 1981, è trascorso senza gravi crisi e senza la necessità di aggiustamenti nei tassi di cambio centrali delle monete partecipanti. Nondimeno, questa relativa stabilità non è derivata da un miglioramento degli elementi di base — in particolare non si è avuta alcuna convergenza dei tassi d'inflazione dei paesi membri — ma piuttosto dalla debolezza

Tassi di cambio a pronti nel meccanismo dei tassi di cambio dello SME, 1980-81.

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



¹ La 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 minima consentita è indicata dalla linea inferiore del grafico.
² Con decorrenza dal 23 marzo 1981, la lira è stata svalutata del 6% rispetto alle altre monete partecipanti.

del marco tedesco. Il 9 marzo 1981 questa moneta è tornata ad essere la più forte nell'ambito del sistema e poco tempo dopo il tasso centrale della lira è stato modificato verso il basso nella misura del 6% e le pressioni sul franco belga si sono notevolmente intensificate.

Nel corso del 1980 e agli inizi del 1981 l'andamento del marco tedesco nell'ambito del meccanismo dei tassi di cambio dello SME ha sostanzialmente rispecchiato il rilevante disavanzo esterno di parte corrente della Germania e la sostenutezza del dollaro. Inoltre, non essendo probabile una rivalutazione del suo tasso centrale, il marco tedesco è stato meno attraente per gli investitori rispetto ad altre monete del sistema che offrivano più elevati rendimenti in termini di tasso d'interesse nominale. Per giunta, a causa del maggior ruolo internazionale, il marco tedesco risente più direttamente che le altre monete dello SME della forza del dollaro. Non sorprende, quindi, che esso abbia teso verso il limite inferiore della fascia di oscillazione dello SME e che talvolta abbia richiesto notevoli sostegni ufficiali. Ciò è avvenuto una prima volta a fine marzo e all'inizio di aprile 1980 durante il primo eccezionale rialzo del dollaro. Nella successiva fase di inversione di tendenza il marco tedesco ha registrato una parziale ripresa, pur rimanendo nella

parte inferiore della fascia. Verso la fine di ottobre esso ha toccato il suo limite più basso nei confronti del franco francese e del fiorino olandese e sono stati necessari notevoli interventi ufficiali. Con l'ausilio di una certa riduzione dei tassi d'interesse francesi a breve termine, all'inizio di novembre il marco è stato in grado di staccarsi dal limite inferiore della fascia, ma alla fine di gennaio del 1981 esso si trovava nuovamente nella zona di intervento. Solo nella seconda metà di febbraio si è avuta una decisa ripresa in seguito all'inasprimento della politica monetaria tedesca. Agli inizi del marzo 1981 — per la prima volta dal riallineamento dei tassi centrali del settembre 1979 — il marco tedesco è ridivenuto la moneta più forte nel sistema e successivamente ha mantenuto tale posizione.

In presenza di un basso tasso d'inflazione interna, ma di un notevole disavanzo nella bilancia dei pagamenti, il franco belga si è mantenuto debole durante la maggior parte del periodo in esame. A partire dal novembre 1980 esso si è mosso costantemente in prossimità del limite inferiore della fascia e, in seguito al rafforzamento del marco tedesco nel febbraio 1981, ha superato la soglia inferiore di divergenza. Verso la fine di marzo le autorità belghe hanno notevolmente innalzato il livello dei tassi d'interesse interni e hanno adottato altre misure monetarie restrittive, ma solo nella seconda metà di aprile il franco belga ha abbandonato il limite inferiore rispetto al marco tedesco.

L'evoluzione del franco francese fino al febbraio 1981 è stata in un certo senso l'immagine speculare di quella del marco tedesco e del franco belga. Il tasso d'inflazione interna era relativamente elevato, ma il disavanzo corrente con l'estero risultava più che compensato dall'afflusso di capitali. Di conseguenza, il franco è rimasto nella parte più alta della fascia praticamente durante l'intero 1980, toccando il limite superiore verso la fine di marzo e di ottobre. All'inizio di novembre una riduzione nei tassi d'interesse sul mercato monetario interno, accompagnata dall'introduzione dell'obbligo di riserva del 5% per i depositi dei non residenti presso le banche francesi, ha determinato un temporaneo cedimento del tasso di cambio, ma a metà dicembre il franco era di nuovo al suo limite superiore, dove è rimasto quasi sempre fino all'inizio del marzo 1981. In seguito il franco ha costituito, dopo il marco, la moneta più forte nel sistema sino alla fine di aprile, quando ha perso leggermente terreno. In maggio, a seguito delle elezioni presidenziali la moneta francese è caduta al suo limite inferiore rispetto al marco. Le autorità sono intervenute in modo massiccio sul mercato dei cambi a difesa del franco; inoltre la Banca di Francia ha aumentato dal 13,5 al 22% il tasso di sconto dei buoni del Tesoro e sono stati drasticamente inaspriti i controlli sui movimenti di capitali.

Dato il tasso d'inflazione interna relativamente basso e un afflusso di capitali maggiore del disavanzo corrente con l'estero, per buona parte del periodo in esame il fiorino olandese ha occupato il secondo posto fra le monete più forti nell'ambito dello SME. Esso è stato particolarmente forte negli ultimi due mesi del 1980 e nei primi mesi del 1981, toccando ripetutamente il limite di intervento superiore.

Le autorità italiane, nel corso del periodo sotto rassegna, si sono avvalse della più ampia fascia di oscillazione consentita alla lira. Tra febbraio e l'inizio del luglio 1980 la lira è passata da quasi l'1,5% al disopra del suo tasso centrale ad oltre il 3% al disotto di esso. Successivamente, fino all'inizio del marzo 1981 ha oscillato in un intervallo inferiore del 2-3% al suo tasso centrale. Nel corso di questo mese si sono

intensificate le pressioni al ribasso sulla lira e il 22 marzo le autorità italiane hanno annunciato una svalutazione del 6% del tasso centrale. In seguito la lira è rimasta nella metà superiore della sua nuova fascia di oscillazione.

Le variazioni nelle posizioni concorrenziali sul piano internazionale.

Come già notato, un aspetto saliente dell'evoluzione dei tassi di cambio nel periodo esaminato è stato l'apprezzamento delle monete di paesi con elevati tassi d'inflazione, segnatamente il dollaro e la sterlina, e il deprezzamento delle monete di paesi con basso tasso d'inflazione, quali il marco tedesco, il franco svizzero e, per un certo periodo, lo yen. Questi andamenti, che in alcuni casi erano già iniziati verso la fine del 1978, hanno indebolito le posizioni concorrenziali internazionali dei paesi a elevata inflazione e hanno rafforzato le posizioni dei paesi a bassa inflazione, sollevando due questioni: innanzitutto qual è la ragione di questo fenomeno e, in secondo luogo, se esso debba essere fonte di preoccupazione. In altre parole, in quale misura questa evoluzione potrebbe creare le basi di futuri squilibri nei pagamenti tali da generare perturbazioni sui mercati dei cambi? Oppure essa ha piuttosto corretto precedenti distorsioni nei tassi di cambio?

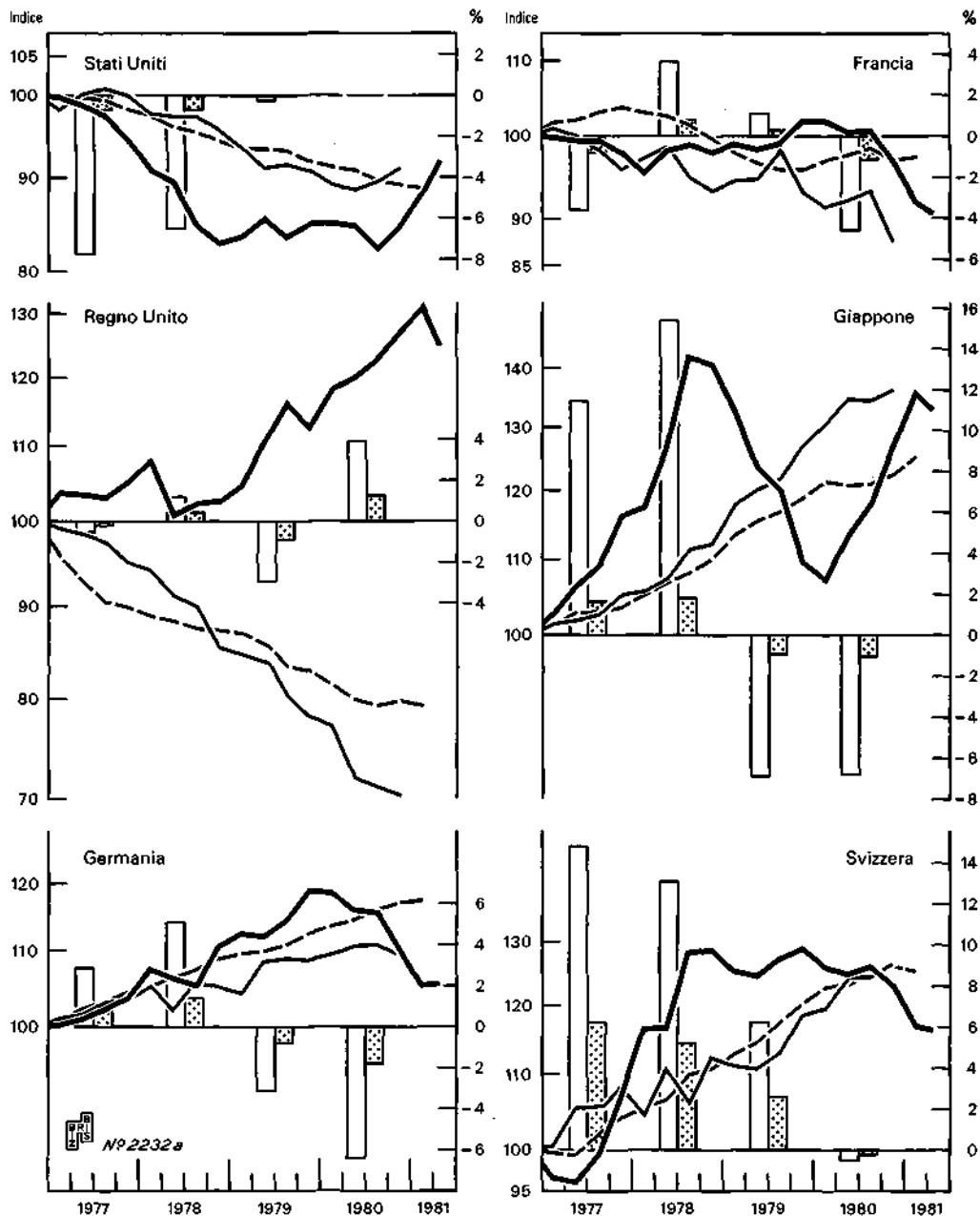
Le variazioni nelle posizioni concorrenziali internazionali dei vari paesi non possono essere adeguatamente valutate sulla base degli indici relativi dei prezzi al consumo, in quanto questi ultimi contengono molte voci che non rientrano nel commercio internazionale e non forniscono necessariamente un quadro esatto delle posizioni relative dei costi dell'industria nei diversi paesi. Un'indicazione migliore è fornita dalla dinamica dei prezzi relativi all'ingrosso dei prodotti industriali e dei costi unitari relativi del lavoro. I grafici nelle pagine seguenti mostrano l'evoluzione di questi indici dei prezzi e dei costi per i singoli paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera nel corso del periodo 1977-80, unitamente alle variazioni dei tassi di cambio effettivi di questi paesi. Un movimento ascendente delle curve indica un apprezzamento del tasso di cambio effettivo di un paese o un miglioramento nella sua posizione relativa in termini di costi e prezzi, e viceversa. Uno spostamento ascendente o discendente del tasso di cambio di un paese più pronunciato di quello degli indici dei costi e dei prezzi relativi indica quindi un deterioramento ovvero un miglioramento nella sua posizione competitiva internazionale. Le differenze tra i movimenti dei prezzi relativi all'ingrosso dei prodotti industriali e dei costi unitari relativi del lavoro indicano cambiamenti nelle posizioni relative in termini di profitti. Ad esempio, un miglioramento nella posizione relativa di un paese in termini di costi unitari del lavoro più marcato che in termini di prezzi industriali all'ingrosso lascia intendere che i margini di profitto in quel paese hanno avuto una dinamica più favorevole che nei restanti paesi considerati.

I dati su cui si basano gli indici non sono affatto perfetti, in termini sia di esattezza sia di comparabilità internazionale. Inoltre, la scelta dei coefficienti di ponderazione utilizzati nel calcolare gli indici — i pesi sono basati sulle quote bilaterali e multilaterali dei singoli paesi nell'interscambio di manufatti, tenendo conto altresì delle dimensioni relative delle economie — inevitabilmente contiene un elemento di arbitrarietà. Ciò significa che solamente notevoli divergenze nell'andamento delle tre curve costituiscono indicatori attendibili di un significativo spostamento nella posizione concorrenziale internazionale di un paese o della sua posizione relativa in termini di profitti. Inoltre, i costi e i prezzi relativi, benché

Paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera: tassi di cambio effettivi, prezzi e costi relativi, 1977-81.

Ordinata di destra:
 □ Saldo delle partite correnti in percentuale dei ricavi lordi delle esportazioni di beni e servizi ± saldo dei trasferimenti unilaterali ¹
 ▨ Saldo delle partite correnti in percentuale del PIL a prezzi correnti

Ordinata di sinistra: (scala logaritmica)
 — Tasso di cambio effettivo ²
 — Costi relativi del lavoro per unità di prodotto nell'industria di trasformazione ²
 - - - Prezzi relativi all'ingrosso dei prodotti industriali ²

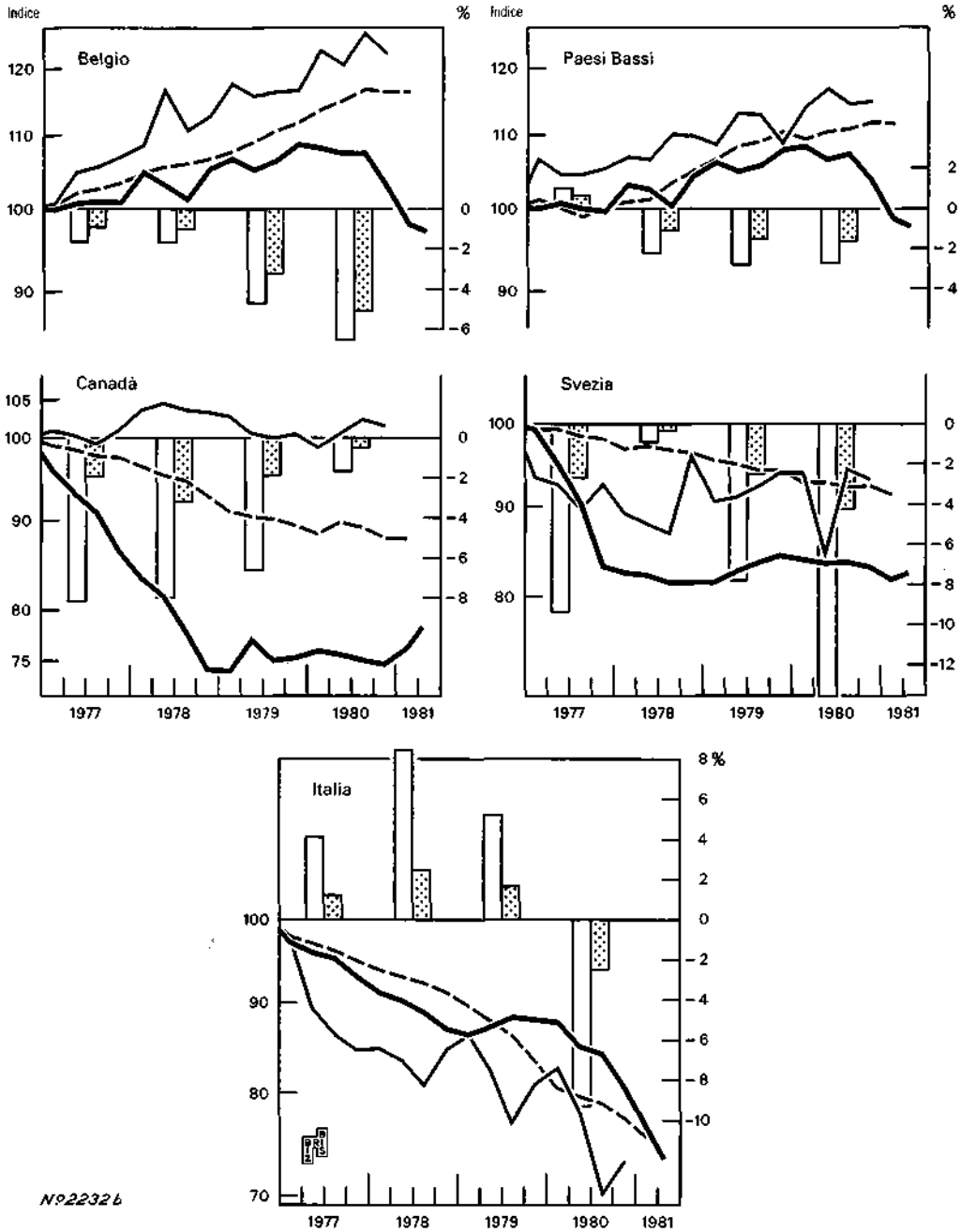


¹ Percentuali sui proventi lordi per gli Stati Uniti, la Francia, il Regno Unito e la Germania, limitatamente ai primi tre trimestri del 1980. ² Medie trimestrali; indici: quarto trimestre 1976 = 100.

Paesi del Gruppo dei Dieci e Svizzera: tassi di cambio effettivi, prezzi e costi relativi, 1977-81.

Ordinata di destra:
 □ Saldo delle partite correnti in percentuale dei ricavi lordi delle esportazioni di beni e servizi ± saldo dei trasferimenti unilaterali
 ▨ Saldo delle partite correnti in percentuale del PIL a prezzi correnti

Ordinata di sinistra: (scala logaritmica)
 — Tasso di cambio effettivo *
 — Costi relativi del lavoro per unità di prodotto nell'industria di trasformazione *
 - - - - - Prezzi relativi all'ingrosso dei prodotti industriali *



* Medie trimestrali; indici: quarto trimestre 1976 = 100.

senza dubbio molto importanti, non sono i soli fattori che determinano la competitività. Altri fattori estranei ai prezzi possono giustificare movimenti nei tassi di cambio non in linea con la dinamica dei costi e dei prezzi relativi di un paese. Infine, la scelta del periodo di base influenza i risultati desumibili dai grafici poiché, se i tassi di cambio non erano conformi ai costi e ai prezzi relativi all'inizio del periodo, le successive variazioni delle posizioni concorrenziali internazionali dei vari paesi non significano necessariamente un allontanamento dalla posizione di equilibrio.

Se si considera il periodo a partire dal 1978, il Regno Unito ha subito il deterioramento di gran lunga maggiore nella competitività internazionale. Il tasso di cambio ponderato della sterlina è aumentato del 23% durante il 1979 e il 1980, e nel marzo del 1981 l'apprezzamento è salito a oltre il 28%. In aggiunta a ciò, nel periodo 1979-80 la posizione relativa del Regno Unito è peggiorata dell'8% circa per quanto riguarda i prezzi industriali all'ingrosso e del 17% nel caso dei costi unitari del lavoro. Di conseguenza, durante questi due anni la posizione concorrenziale internazionale del Regno Unito ha avuto un peggioramento del 25% circa sulla base dei prezzi relativi all'ingrosso e del 33% in termini di costi unitari del lavoro. Il tasso di cambio effettivo del dollaro è cresciuto di oltre il 6% tra il punto minimo raggiunto nell'ottobre 1978 e la fine del 1980, parallelamente a un deterioramento del 5% circa negli indici dei prezzi e dei costi relativi, cosicché in questo intervallo di tempo il tasso di cambio reale si è apprezzato in misura superiore al 10%. Dato l'apprezzamento addizionale del 13,5% nel tasso di cambio effettivo del dollaro nel corso dei primi quattro mesi e mezzo del 1981, quest'anno si è avuta finora un'ulteriore rilevante erosione della posizione concorrenziale degli Stati Uniti.

Anche in Francia nel 1979 si era registrato un certo apprezzamento del tasso di cambio reale, in quanto a un incremento nel tasso di cambio effettivo si era accompagnato un deterioramento dell'indice dei prezzi relativi all'ingrosso dei prodotti industriali e, in misura inferiore, di quello dei costi relativi unitari del lavoro. Nel 1980, tuttavia, il tasso di cambio reale è stato abbastanza stabile sulla base dei costi relativi unitari del lavoro, mentre in termini di prezzi industriali relativi all'ingrosso il franco si è deprezzato quasi nella stessa misura in cui si era apprezzato nel 1979. In Italia la relativa stabilità del tasso di cambio effettivo nel corso del 1979 ha causato un deterioramento nella posizione concorrenziale, particolarmente sulla base dei prezzi relativi all'ingrosso, ma successivamente vi è stato un parziale recupero.

Il rafforzamento della posizione concorrenziale internazionale dal 1978 è rilevabile in modo assai netto nel caso di Giappone, Svizzera e Germania. In Giappone il tasso di cambio effettivo si è deprezzato di circa il 26% tra l'ottobre 1978 e il febbraio 1980, mentre durante lo stesso periodo la posizione del Giappone è migliorata di oltre il 10% in termini di prezzi relativi all'ingrosso e del 15% circa sulla base dei costi unitari del lavoro. Di conseguenza, il tasso di cambio reale dello yen durante questo periodo si è deprezzato all'incirca del 35%. In seguito il tasso di cambio effettivo si è apprezzato di oltre il 20% nel periodo che va sino alla fine del 1980. Tuttavia, poiché si è avuto un ulteriore miglioramento nella posizione relativa dei prezzi e dei costi del Giappone, alla fine dell'anno scorso il rafforzamento cumulativo della sua posizione concorrenziale a partire dall'ottobre 1978 era pur sempre superiore al 20%.

In Svizzera, dove il tasso di cambio aveva raggiunto una punta massima alla fine del settembre 1978, il successivo deprezzamento su base effettiva risultava dell'11% circa alla fine del 1980. Fra la fine di settembre 1978 e la fine del 1980 la posizione internazionale della Svizzera è migliorata di quasi il 13% sulla base dei prezzi relativi all'ingrosso e di pressoché il 20% rispetto ai costi relativi unitari del lavoro, cosicché nel corso di questo periodo il tasso di cambio reale del franco svizzero si è deprezzato in misura superiore al 20%. In Germania l'inversione del precedente movimento al rialzo del tasso di cambio è intervenuta verso la fine del 1979, ossia molto più tardi che in Giappone e in Svizzera. Durante il 1980 il tasso di cambio effettivo del marco tedesco si è deprezzato di circa il 9% e il tasso di cambio reale in misura di poco superiore, poiché si è avuto un leggero miglioramento nella posizione della Germania in termini di prezzi e costi relativi. Il rafforzamento delle posizioni concorrenziali della Svizzera e della Germania è proseguito nel corso di questo anno, in quanto verso la metà di maggio i tassi di cambio effettivi del franco svizzero e del marco tedesco risultavano ulteriormente deprezzati di circa il 5%.

Il 1980 ha pure registrato miglioramenti nelle posizioni concorrenziali internazionali del Belgio e dei Paesi Bassi paragonabili a quello della Germania. Il tasso di cambio effettivo del franco belga si è deprezzato di circa il 7% nel corso dell'anno e il tasso di cambio reale, sulla base degli indici dei prezzi e dei costi presentati nel grafico, di oltre il 10%. Un'evoluzione di tipo analogo si è avuta nei Paesi Bassi, benché il tasso di cambio effettivo del fiorino si sia ridotto leggermente meno di quello del franco belga.

Come può essere spiegata questa tendenza dei tassi di cambio a divergere — in alcuni casi in modo così marcato — dalla dinamica dei costi e dei prezzi relativi? Tre fattori principali sembrano avervi contribuito. In primo luogo, vi sono vari casi in cui i movimenti dei tassi di cambio anteriori al 1978-79 avevano assunto proporzioni assai rilevanti. Ciò vale in particolare per lo yen, il franco svizzero e il marco tedesco. Ai rispettivi punti di massimo apprezzamento, nella seconda metà del 1978, i tassi di cambio effettivi dello yen e del franco svizzero erano saliti dalla fine del 1972 del 45% e del 103% rispettivamente, mentre alla fine del 1979 il tasso di cambio effettivo del marco tedesco superava del 60% il livello di sette anni prima. Inoltre, il tasso di cambio effettivo del dollaro USA, al suo punto di minimo verso la fine del 1978, era di oltre il 20% inferiore al suo livello di fine 1972. Questi movimenti dei tassi di cambio effettivi hanno avuto due conseguenze. Innanzitutto, essi hanno fatto sì che rimanesse un margine esiguo per aspettative di ulteriori movimenti nella stessa direzione, cosicché per quanto concerne queste monete il mercato è divenuto sempre più sensibile all'influenza di fattori che potevano giustificare un'inversione delle precedenti tendenze. Inoltre, in parte a causa dei precedenti movimenti dei tassi di cambio delle monete di questi paesi, vi sono stati rilevanti spostamenti nelle loro bilance dei pagamenti correnti. Negli Stati Uniti agli ampi disavanzi registrati nel 1977 e nel 1978 ha fatto seguito, nel 1979 e nel 1980, un notevole miglioramento che ha condotto a una posizione prossima all'equilibrio, mentre in Germania, Giappone e Svizzera sono scomparse le precedenti eccedenze delle partite correnti, e in Germania e in Giappone esse sono state sostituite da ampi disavanzi nel corso del 1979 e del 1980.

Le variazioni nelle bilance dei pagamenti correnti si ripercuotono sui tassi di cambio in due modi: attraverso il loro influsso diretto sulla domanda e sull'offerta delle monete nel mercato dei cambi; e attraverso il cambiamento che esse

determinano, salvo che non siano di breve durata, nelle valutazioni del mercato circa il tasso di cambio di equilibrio. Inoltre, i movimenti dei tassi di cambio possono essi stessi, attraverso effetti di "curva J", amplificare temporaneamente gli squilibri dei pagamenti correnti.

Un secondo fattore che ha contribuito alla discordanza tra i movimenti dei tassi di cambio e i differenziali internazionali di inflazione è costituito dal fatto che il Regno Unito, il Canada e gli Stati Uniti — tre dei paesi con elevati tassi d'inflazione — si sono trovati in una posizione più favorevole, per quanto concerne la disponibilità interna di petrolio, rispetto agli altri paesi industriali. Negli Stati Uniti l'impatto di questo fattore è stato rafforzato dalla liberalizzazione dei prezzi interni del petrolio.

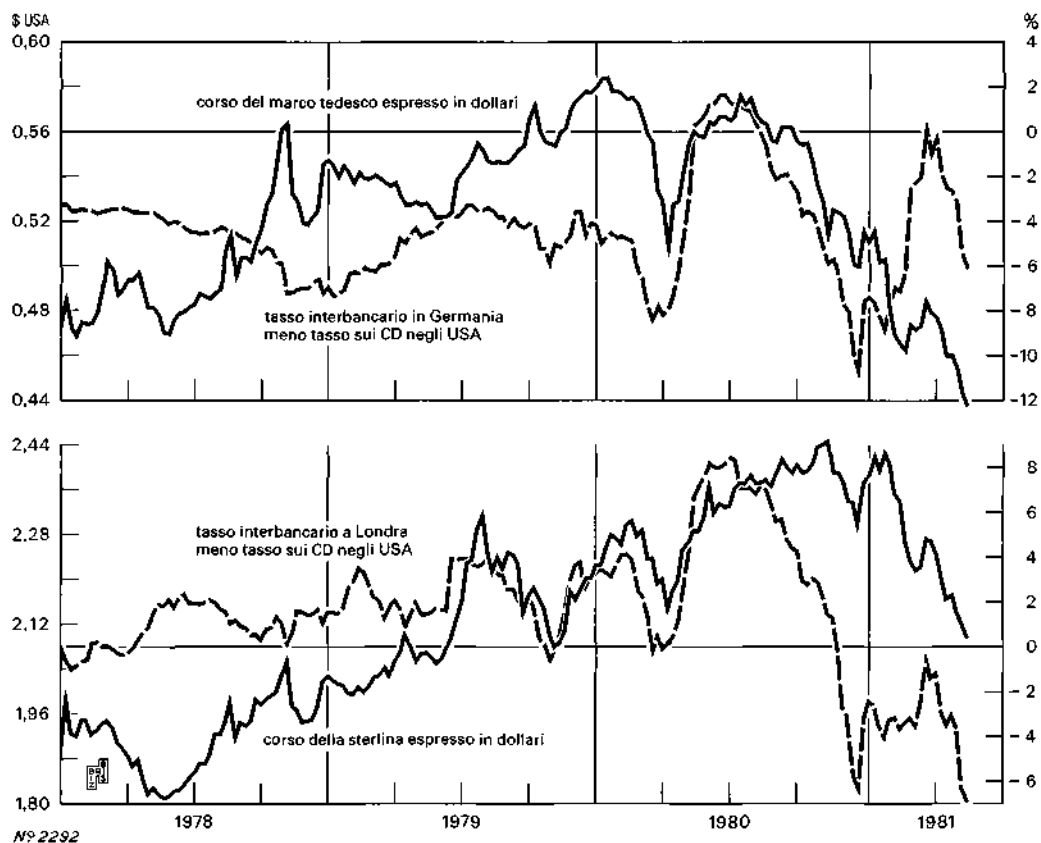
In terzo luogo, l'evoluzione dei tassi di cambio è stata influenzata dall'adozione negli Stati Uniti e nel Regno Unito di politiche antinflazionistiche più energiche. Tali politiche si sono impiegate su un più rigoroso controllo monetario interno e hanno operato in modo da sospingere decisamente verso l'alto il livello dei tassi d'interesse interni, ampliando così i differenziali in favore di questi paesi.

Le variazioni nei differenziali internazionali dei tassi d'interesse, analogamente a quelle nelle bilance dei pagamenti correnti, esercitano la propria influenza sui tassi di cambio in parte direttamente, attraverso gli effetti sul mercato dei cambi dei flussi internazionali di fondi da esse indotti, e quando questi differenziali diventano molto ampi, come è avvenuto l'anno scorso, i loro effetti possono essere cospicui. Inoltre, l'influenza dei differenziali dei tassi d'interesse viene amplificata quando essi sono percepiti dal mercato come espressione di un importante mutamento nell'atteggiamento delle autorità di un paese nei confronti della lotta all'inflazione, come certamente è avvenuto nel caso dell'ampliamento dei differenziali in favore dei tassi d'interesse degli Stati Uniti e del Regno Unito.

Gli effetti che i differenziali dei tassi d'interesse possono avere sul movimento dei tassi di cambio in circostanze diverse sono illustrati nel grafico di pagina 147. Durante il 1979, quando il mercato considerava ancora il marco tedesco una moneta destinata ad apprezzarsi e il dollaro una moneta soggetta a deprezzamento, come era avvenuto durante buona parte degli anni settanta, il tasso di cambio a pronti dollaro-marco si era mosso in modo abbastanza autonomo rispetto al differenziale dei tassi d'interesse, nonostante l'insorgere di un deficit corrente con l'estero in Germania e l'eliminazione del disavanzo degli Stati Uniti. Già nella seconda metà del 1979, tuttavia, il tasso di cambio dollaro-sterlina si era mosso abbastanza in linea con il differenziale dei tassi d'interesse, con il venir meno, in parte per effetto della politica monetaria britannica, della qualificazione della sterlina come moneta incline al deprezzamento. Nel corso del 1980 sono scomparse le precedenti aspettative circa il futuro andamento del tasso di cambio dollaro-marco, senza però che emergesse un nuovo preciso orientamento. Conseguentemente i differenziali dei tassi d'interesse a breve termine sono divenuti il fattore predominante dei movimenti dei tassi di cambio. Il mutato orientamento del mercato circa il tasso di cambio dollaro-marco è stato ulteriormente rafforzato in seguito all'avvento della nuova Amministrazione degli Stati Uniti, impegnata in modo più deciso della precedente nel ridurre l'inflazione. Nel gennaio-febbraio 1981 il dollaro si è apprezzato fortemente rispetto al marco tedesco, nonostante una marcata riduzione nel differenziale dei tassi

Germania e Regno Unito:
variazioni nei tassi di cambio a pronti rispetto al dollaro e nei differenziali
tra i tassi d'interesse a tre mesi sugli impieghi in moneta nazionale
e in dollari USA.

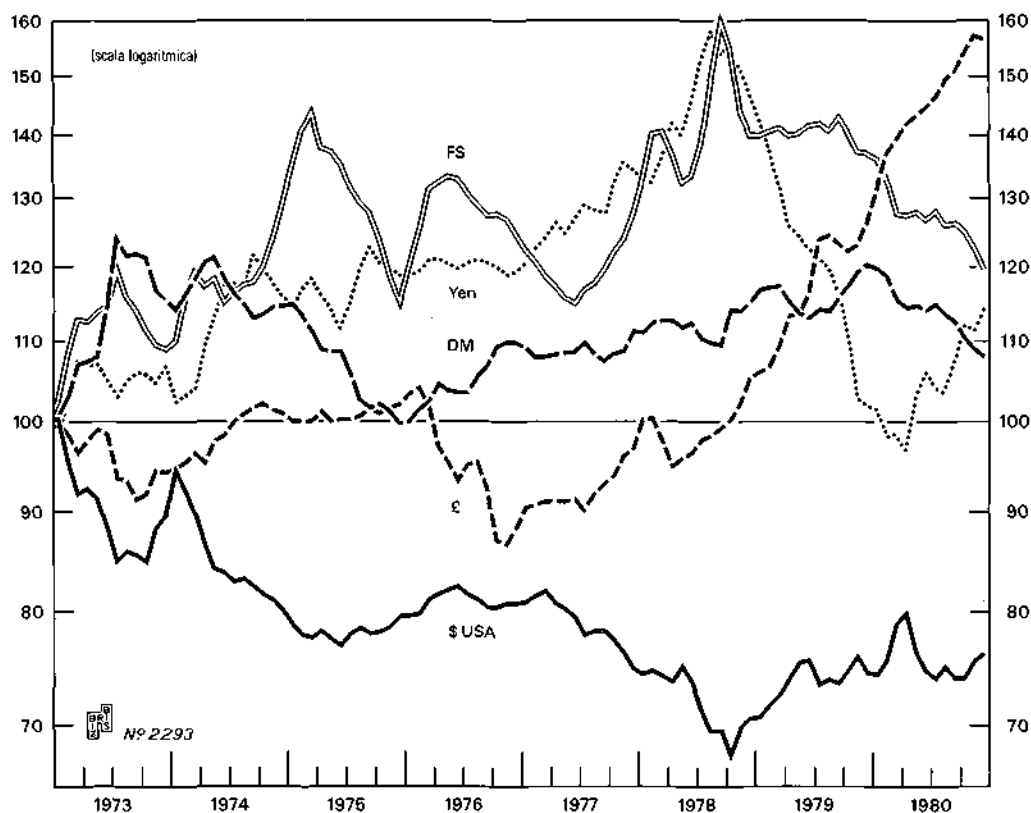
Dati di metà settimana, in percentuale.



d'interesse a breve a favore degli impieghi in dollari. A quel punto pareva che, con un capovolgimento dei precedenti ruoli, il dollaro potesse essere considerato dal mercato come moneta incline ad apprezzarsi rispetto al marco tedesco. Tuttavia, in seguito al notevole aumento dei tassi d'interesse tedeschi alla metà di febbraio, si è restaurata la situazione di più neutrali aspettative a lungo termine che aveva caratterizzato il 1980, e i movimenti del tasso di cambio dollaro-marco sono stati nuovamente dominati dai differenziali dei tassi d'interesse.

Gli sviluppi a partire dalla fine del 1978 hanno quindi mostrato che i movimenti dei tassi di cambio possono divergere dagli andamenti dei prezzi e dei costi relativi allorché la situazione dei paesi con elevati tassi d'inflazione è caratterizzata da una bilancia dei pagamenti correnti relativamente solida e dal perseguimento di vigorose politiche antinflazionistiche che comportino alti tassi d'interesse nominali, mentre i paesi a più bassa inflazione registrano simultaneamente un forte deterioramento nelle bilance dei pagamenti correnti e tassi d'interesse nominali molto inferiori. Ciò non significa tuttavia che a più lungo termine l'evoluzione dei tassi di cambio non sarà condizionata dai differenziali di inflazione. Invero, come ha mostrato l'esperienza del 1979-80, le bilance dei pagamenti correnti dei vari paesi e, con esse, i rispettivi tassi di cambio effettivi

Tassi di cambio reali in termini di costi relativi unitari del lavoro per alcuni paesi industriali, 1973-80.
Medie mensili; indici: dicembre 1972 = 100.



reagiscono alquanto vivacemente, benché di regola con considerevole ritardo, alle variazioni delle posizioni concorrenziali internazionali.

In quale misura la recente divergenza tra i movimenti dei tassi di cambio e quelli dei prezzi e dei costi relativi ha condotto a un eccesso di reazione da parte dei tassi di cambio? Il grafico precedente riporta per cinque dei principali paesi industriali i movimenti dei tassi di cambio reali dalla fine del 1972, misurati in termini di andamento dei rispettivi costi unitari del lavoro in relazione a quelli degli altri paesi del Gruppo dei Dieci dalla fine del 1972.

Considerando dapprima il periodo 1977-80, fra le cinque monete in esame solo la sterlina ha registrato un ampio movimento del tasso di cambio reale nell'arco di questo periodo. Per le restanti quattro monete gli spostamenti registrati nel 1979 e nel 1980 rappresentano a grandi linee un'inversione dell'andamento segnato nei due anni precedenti, cosicché le rispettive posizioni concorrenziali internazionali alla fine del 1980 non si discostavano di molto dal livello di quattro anni prima.

Non si può evidentemente trarne la conclusione che i tassi di cambio delle monete fossero necessariamente in equilibrio alla fine del 1980 per il semplice fatto che, in termini reali, essi non si discostavano di molto dai livelli di fine 1976. Nel più ampio arco temporale degli anni 1973-80, all'inizio del quale il dollaro era

certamente sopravvalutato e le altre monete riportate nel grafico (con l'eccezione della sterlina) erano sottovalutate, risulta che la posizione concorrenziale del dollaro alla fine del 1980 era molto più forte di quella di otto anni prima. Tuttavia, tale vantaggio potrebbe essersi ridotto in misura rilevante nel corso dei primi quattro mesi e mezzo del 1981. D'altro canto, i tassi di cambio reali dello yen e del marco tedesco, che alla fine del 1980 superavano ancora rispettivamente del 14 e dell'8% circa i livelli di fine 1972, hanno certamente continuato a scendere nei mesi più recenti, come è avvenuto anche per il franco svizzero, il cui apprezzamento complessivo dalla fine del 1972 è stato peraltro maggiore di quello dello yen e del marco tedesco. Nell'arco degli anni 1973-80 il tasso di cambio reale della sterlina non solo ha segnato uno spostamento assai maggiore di quello dei tassi delle altre quattro monete, ma l'entità della variazione ha avuto di per sé effetti favorevoli sulle attuali posizioni concorrenziali delle altre monete.

Quanto all'evoluzione futura, è probabile che i differenziali dei tassi d'interesse continuino per un certo tempo a rappresentare un fattore importante nei movimenti dei tassi di cambio. A più lungo termine, tuttavia, l'influsso delle posizioni concorrenziali relative tornerà a farsi valere. Mentre le variazioni nei tassi di cambio reali iniziate nel tardo 1978 hanno costituito in considerevole misura una correzione di precedenti sopravvalutazioni e sottovalutazioni, in alcuni casi sarà necessaria una contrazione dei differenziali internazionali di inflazione per convalidare l'attuale assetto dei tassi di cambio.

La produzione e il mercato dell'oro.

Nel periodo sotto rassegna spiccano in particolare due andamenti: una riduzione del 50% nell'ammontare di oro disponibile per impieghi non monetari, sceso a circa 920 tonnellate metriche, cioè al più basso livello degli ultimi diciassette anni; e forti movimenti nel prezzo di mercato dell'oro con oscillazioni tra un massimo di \$ 850 per oncia nel gennaio 1980 e un minimo di circa \$ 457 nel marzo 1981.

Un fattore che ha contribuito alla riduzione dell'offerta di oro sul mercato è stato l'ulteriore calo della produzione aurea mondiale (esclusa quella dell'Unione Sovietica e degli altri paesi dell'Europa orientale, della Cina e della Corea del Nord), scesa da 956 a 940 tonnellate, toccando così il più basso livello degli ultimi ventidue anni. La produzione di oro del Sud Africa, ammontata lo scorso anno a 675 tonnellate, è stata inferiore di 30 tonnellate a quella del 1979. La produzione è calata anche in Papua-Nuova Guinea, negli Stati Uniti e in Canada, mentre si è avuta una notevole espansione, grazie alla crescente attività di estrazione di minerale alluvionale, in Brasile, Colombia e Filippine. Contrariamente al 1979, nel Sud Africa la perdurante tendenza all'estrazione di minerale a tenore più basso (il contenuto medio di oro del minerale estratto è sceso di un ulteriore 11%) non è stata interamente compensata dall'aumento del 7,6% della quantità complessiva di minerale trattato. Il prezzo medio percepito dall'industria aurifera è aumentato quasi del 90%; i costi di produzione sono saliti del 17,7% e i profitti medi (al lordo delle imposte) derivanti dalla produzione di oro hanno segnato un balzo in avanti del 128%.

Produzione mondiale di oro. Stime.

Paesi	1929	1940	1946	1953	1970	1977	1978	1979	1980
tonnellate metriche									
Sud Africa	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	699,9	706,4 ¹	705,4 ¹	675,1 ¹
Canada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	53,9	54,0	51,1	49,0
Brasile	3,3	4,7	4,4	3,6	9,0	15,9	22,0	25,0	35,0
Stati Uniti	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	34,2	31,1	30,2	27,6
Filippine	5,1	34,9	—	14,9	18,7	17,4	18,2	16,7	20,4
Australia	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	19,4	20,0	18,2	17,4
Papua-Nuova Guinea					0,7	23,0	23,4	20,0	15,0
Colombia	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	8,2	8,0	8,3	15,0
Zimbabwe	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	11,7	10,8	11,8	11,3
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	15,0	12,5	11,1	10,9
Messico	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	6,6	6,2	6,4	5,9
Spagna						9,8	8,6	5,1	4,0
Giappone	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	4,6	4,5	4,0	3,2
Totale	527,4	957,9	601,6	684,3	1.235,2	919,6	925,7	913,3	889,8
Altri paesi	43,1	207,1	64,9	69,9	36,0	44,6	43,4	42,7	50,2
Produzione mondiale stimata ²	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.271,2	964,2	969,1	956,0	940,0

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

Un secondo fattore che ha ridotto l'offerta di oro è stata la marcata flessione nel 1980 delle vendite dei paesi socialisti, ammontate secondo stime a 90 tonnellate, che rappresentano il più basso livello degli ultimi nove anni e un quinto della media del 1977-78. La principale ragione del brusco calo dell'offerta sul mercato è stata tuttavia l'inversione di tendenza nell'andamento delle disponibilità ufficiali complessive di oro. Dal 1974 al 1979 queste erano diminuite complessivamente di quasi 1.500 tonnellate, con un calo di 600 tonnellate nel solo 1979. L'aumento di 110 tonnellate registrato lo scorso anno nel totale delle riserve auree ufficiali rappresenta dunque uno scarto di oltre 700 tonnellate rispetto al 1979. Le disponibilità auree delle istituzioni internazionali, calate di 392 tonnellate nel 1979, sono ulteriormente scese di 139 tonnellate lo scorso anno. La differenza tra questi due importi è attribuibile alla forte diminuzione dei quantitativi di oro ceduto nel 1980 dal Fondo monetario internazionale sia al mercato sia ai paesi membri. Poiché il programma quadriennale di aste di oro del Fondo si è concluso nel maggio 1980, le vendite effettuate dal FMI sono ammontate lo scorso anno solo a 69 tonnellate, rispetto alle 173 del 1979. In aggiunta, la quantità di oro restituita dal Fondo ai paesi membri è diminuita da 180 tonnellate nel 1979 a 37 tonnellate nel 1980.

Il totale delle riserve auree dei paesi è salito di 250 tonnellate nel 1980, dopo un calo di 210 tonnellate nell'anno precedente. Questa inversione va in buona parte attribuita al fatto che il Tesoro degli Stati Uniti, dopo aver ceduto al mercato 412 tonnellate nel 1979, ha sospeso le proprie aste di oro dal novembre dello stesso anno. D'altra parte, come si è già detto in precedenza, lo scorso anno i paesi membri hanno ricevuto dal FMI 143 tonnellate di oro in meno rispetto al 1979 nel quadro del programma di restituzioni. Escludendo le aste del Tesoro americano e le restituzioni del FMI, le riserve auree dei paesi sono aumentate lo scorso anno di 211 tonnellate a fronte di 26 tonnellate nel 1979. In altre parole, per la prima volta in molti anni le riserve auree si sono incrementate di consistenti quantitativi

provenienti dalla nuova produzione e da acquisti sul mercato. Le riserve auree del Sud Africa sono aumentate di 66 tonnellate in parte per effetto della liquidazione di *swaps* con banche commerciali, mentre quelle del Canada si sono ridotte di 37 tonnellate, impiegate parzialmente per il conio di nuove monete. Più marcata è stata tuttavia la variazione nelle disponibilità auree ufficiali dei paesi in via di sviluppo (compresi i membri dell'OPEC) che, escludendo le restituzioni del FMI, sono aumentate lo scorso anno di 178 tonnellate a fronte di 22 tonnellate nel 1979. I paesi OPEC hanno incrementato le loro riserve auree dichiarate di 106 tonnellate, di cui 66 tonnellate vanno ascritte alla sola Indonesia, e i paesi non appartenenti all'OPEC nell'America Latina e in Asia hanno registrato incrementi di 41 e 28 tonnellate rispettivamente.

Fonti e usi dell'oro. Stime.

Voci	1977	1978	1979	1980
	tonnellate metriche			
Produzione	965	970	955	940
Vendite da parte dei paesi socialisti (stime)	450	450	290	90
Variazioni nelle disponibilità ufficiali del mondo occidentale (- = aumento)	275	245 ²	600	- 110
di cui: riserve auree dei paesi ¹	- 70	- 220 ²	210	- 250
Totale (= impieghi non monetari; stime)	1.690	1.665	1.845	920

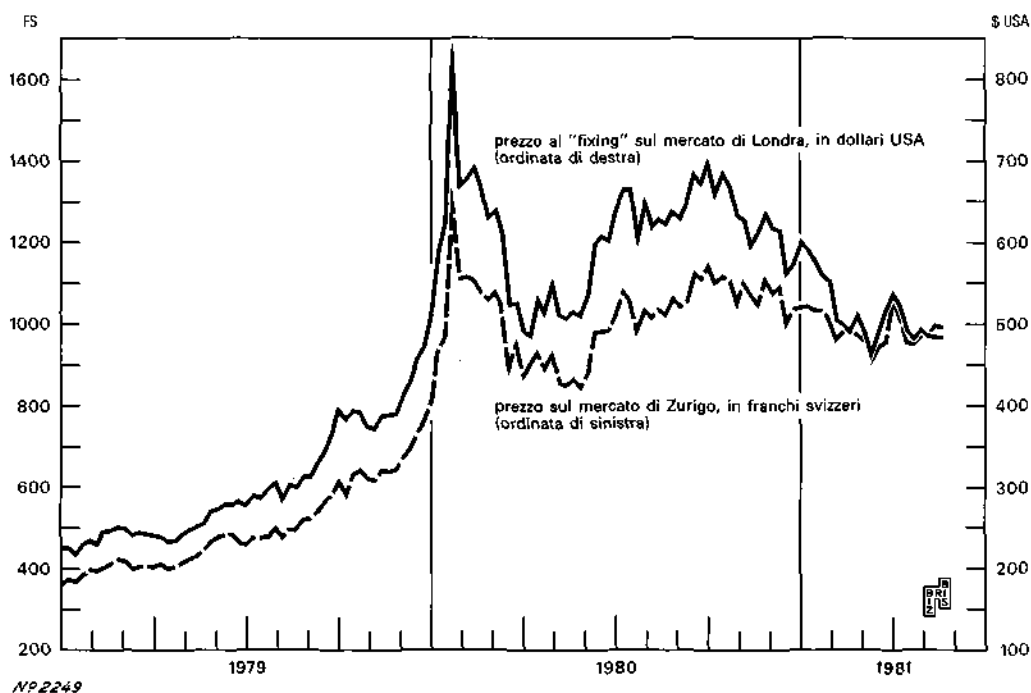
¹ Compresi i quantitativi di oro restituiti dal Fondo monetario internazionale ai paesi membri: 371 tonnellate nel 1977, 189 nel 1978, 180 nel 1979 e 37 nel 1980; nonché gli *swaps* di oro contro ECU effettuati dai paesi membri del Sistema monetario europeo nel 1979 e nel 1980. ² Comprese le 65 tonnellate di oro trasferite dal Ministero delle Finanze giapponese alla Banca del Giappone e non comprese precedentemente nelle statistiche sulle riserve auree mondiali.

Sul mercato di Londra, a fine 1979 l'oro aveva raggiunto una quotazione di \$ 524 per oncia, dopo un incremento del 132% nei dodici mesi precedenti. Buona parte di questo aumento era avvenuta negli ultimi due mesi del 1979 sotto la spinta di diversi fattori, tra cui i timori di un conflitto armato in seguito all'occupazione dell'ambasciata degli Stati Uniti in Iran e all'intervento militare sovietico nell'Afghanistan, un ulteriore forte rincaro del petrolio e l'effetto psicologico esercitato dall'assenza di qualsiasi intervento ufficiale per arginare la rapida ascesa del prezzo dell'oro. Nelle prime tre settimane del 1980, sotto l'azione di questi tre fattori la domanda di oro, e il prezzo di esso, hanno raggiunto livelli vertiginosi. Massicci acquisti speculativi avevano sospinto le quotazioni a \$ 850 per oncia il 21 gennaio, con un aumento quasi del 130% nell'arco di due mesi e mezzo e del 340% rispetto al livello di circa \$ 193 per oncia del novembre 1978.

Il successivo ribasso delle quotazioni, che il 28 gennaio erano scese a \$ 624, è stato inizialmente ancor più brusco del precedente aumento. Dopo un recupero di breve durata (ad oltre \$ 700) agli inizi di febbraio, l'attenuarsi dei timori di un conflitto, unitamente all'aumento dei tassi d'interesse sul dollaro, facevano scendere il prezzo dell'oro fino a \$ 474 il 18 marzo, quotazione che rappresenta il minimo dell'anno. Seguiva un'ulteriore moderata ripresa a \$ 554 agli inizi di aprile, ma a fine maggio il prezzo era nuovamente calato a poco più di \$ 500, in seguito all'ulteriore liquidazione di posizioni speculative.

Prezzi di mercato dell'oro in barre espressi in dollari USA
e in franchi svizzeri, 1979-81.

Dati di fine settimana, per oncia di fino.



NP 2249

Il brusco calo dei tassi d'interesse del dollaro rispetto alla punta massima degli inizi di aprile e l'esaurirsi delle liquidazioni di posizioni speculative favorivano una ripresa della domanda di oro, e l'8 luglio le quotazioni sul mercato di Londra erano salite a \$ 689. Tuttavia, per effetto di prese di beneficio, alla fine di quel mese il prezzo era ridisceso a \$ 614, fluttuando poi fra \$ 605 e 645 sino agli inizi di settembre, senza che la situazione politica in Polonia determinasse un significativo aumento della domanda sul mercato. I timori di un possibile ulteriore rincaro del petrolio provocavano un aumento delle quotazioni, che pervenivano a \$ 693 il 12 settembre, alla vigilia della riunione dei paesi OPEC; lo scoppio della guerra tra Iran e Iraq causava un'ulteriore ascesa fino a \$ 720 il 23 settembre.

Questa doveva risultare la punta massima della nuova fase di ripresa della domanda. Un mese dopo le quotazioni erano scese a \$ 628 per l'effetto combinato dei più alti tassi d'interesse sul dollaro, della prospettiva di un rilascio degli ostaggi americani in Iran e di notizie concernenti la vendita di oro effettuata dall'Unione Sovietica. Dopo un rialzo di breve durata ai primi di novembre, il prezzo di mercato riprendeva il suo andamento al ribasso, scendendo fino a \$ 553 il 12 dicembre, allorché i tassi d'interesse del dollaro avevano oltrepassato la punta massima dell'aprile 1980. Dopo un recupero a \$ 600 ai primi di gennaio del 1981, il rilascio degli ostaggi americani e il costo sempre elevato del mantenimento delle posizioni in oro contribuivano ad una flessione delle quotazioni fino a \$ 457 il 5 marzo. Verso la fine di quel mese vi è stato un temporaneo recupero a quasi \$ 550, ma alla metà di aprile il prezzo era nuovamente sceso a \$ 480 circa, oscillando successivamente intorno a questo livello.

Le riserve e la liquidità internazionale.

Nel 1980 due contrapposti ordini di fattori hanno influito sull'evoluzione generale della liquidità ufficiale internazionale. Da un lato, vi è stato un aumento di \$ 122,6 miliardi in dollari correnti nel totale delle disponibilità ufficiali dichiarate dei paesi in oro (valutato a prezzi di mercato), valute estere, Diritti speciali di prelievo, posizioni di riserva sul FMI e unità monetarie europee (ECU). Le principali ragioni dell'espansione delle riserve globali nel 1980 sono state l'incremento del prezzo di mercato dell'oro nel complesso dell'anno, l'aumento nel volume delle riserve auree complessive dei paesi, la nuova assegnazione di DSP e gli effetti espansivi sulla liquidità esercitati dagli ingenti deflussi di fondi dagli Stati Uniti e dalle rilevanti acquisizioni di valuta da parte di questo stesso paese, soprattutto attraverso gli interventi sul mercato dei cambi. Una parte assai cospicua dell'espansione delle riserve globali nel 1980 ha riguardato i paesi esterni all'area OPEC. Anche se il principale fattore che ha influito sulle attività ufficiali dei paesi non facenti parte dell'OPEC è stato l'incremento di prezzo dell'oro, desta sorpresa il fatto che nel 1980, nonostante l'enorme aumento del disavanzo aggregato di parte corrente di questi paesi, le loro riserve non auree si siano accresciute di \$ 36 miliardi, cioè di \$ 12 miliardi in più rispetto al 1979.

D'altra parte, in seguito al rincaro del petrolio, il fabbisogno di finanziamento esterno dei paesi non appartenenti all'OPEC ha comportato un sensibile aumento dell'indebitamento sull'estero di molti di essi, in particolare nei confronti del sistema bancario internazionale, in ampia misura sotto forma di crediti a scadenza relativamente breve. Per giunta, nel 1980 le importazioni complessive di merci da parte dei paesi non OPEC sono salite, a prezzi correnti, di circa il 20%; inoltre l'aumento nel valore in dollari correnti delle riserve auree dei paesi sopravvaluta la misura in cui il rincaro dell'oro ha contribuito all'aumento della disponibilità di riserve dei paesi detentori di oro, in quanto solo una piccola parte delle consistenze auree ufficiali potrebbe essere ceduta al mercato senza deprimere sensibilmente il prezzo del metallo. L'effetto netto di tutti questi fattori è stato certamente quello di provocare una flessione generalizzata nella disponibilità relativa di riserve dei paesi non membri dell'OPEC e particolarmente di quelle dei paesi che detengono modeste riserve di oro o ne sono privi. Escludendo le riserve in oro e le disponibilità in ECU, l'aumento di circa \$ 36 miliardi nelle altre attività di riserva ha riguardato soprattutto i paesi OPEC (+\$ 21,3 miliardi) e gli Stati Uniti (+\$ 7,8 miliardi). I paesi in via di sviluppo non petroliferi hanno invece registrato un modesto calo delle loro riserve non auree, nonostante un incremento di \$ 38 miliardi delle passività di questi paesi verso le banche estere.

Quanto alla composizione delle riserve, nel 1980 le disponibilità auree complessive dei paesi sono aumentate, a prezzi di mercato espressi in dollari correnti, di circa \$ 65 miliardi, salendo a \$ 552,7 miliardi. Questo incremento è in parte dovuto all'ulteriore aumento del 12,5% del prezzo di mercato dell'oro. A questo riguardo va notato che il valore delle riserve auree calcolato a prezzi di mercato ha oscillato ampiamente nel corso dell'anno. I principali beneficiari dell'aumento del prezzo di mercato dell'oro nel 1980 sono stati i paesi del Gruppo dei Dieci e la Svizzera che insieme detengono quasi l'80% delle riserve auree totali. In aggiunta all'incremento di prezzo dell'oro per l'intero 1980, vi è stata anche un'espansione di circa 7,5 milioni di onces nel volume complessivo delle riserve

Variazioni nelle riserve globali, 1978-80.

Aree e periodi	Oro	Valute estere	Posizioni di riserva sul FMI	DSP	ECU	Totale (escluso l'oro)
	in milioni di once	milioni di dollari USA*				
Gruppo dei Dieci e Svizzera						
1978	3,2	51,6	35,6	- 2,6	- 0,1	32,9
1979	- 95,0	199,2	- 31,3	- 2,2	3,8	42,2
1980	- 1,1	47,9	9,7	3,1	- 1,0	20,9
Consistenze in essere alla fine del 1980	739,5	436,0	118,5	12,1	10,2	63,7
Altri paesi sviluppati						
1978	- 1,0	5,5	10,1	0,3	0,3	10,7
1979	0,6	28,3	1,1	- 0,1	0,2	0,7
1980	2,5	7,6	3,4	0,6	-	0,1
Consistenze in essere alla fine del 1980	96,7	57,0	37,0	1,9	1,2	0,6
Paesi in via di sviluppo non petroliferi						
1978	2,9	3,9	13,7	0,4	0,3	14,4
1979	2,2	17,7	8,1	0,3	1,1	9,5
1980	2,8	5,5	- 1,2	1,0	- 0,5	- 0,7
Consistenze in essere alla fine del 1980	60,8	35,8	67,3	2,2	2,1	71,6
Insieme dei paesi importatori di petrolio						
1978	5,1	61,0	59,4	- 1,9	0,5	58,0
1979	- 92,2	245,2	- 22,1	- 2,0	5,1	42,9
1980	4,2	61,0	11,9	4,7	- 1,5	20,8
Consistenze in essere alla fine del 1980	897,0	528,8	222,8	16,2	13,5	63,7
Paesi esportatori di petrolio						
1978	1,9	2,5	- 14,5	- 0,8	0,2	- 15,1
1979	0,3	11,2	15,4	- 1,8	0,7	14,3
1980	3,4	4,4	19,8	1,3	0,2	21,3
Consistenze in essere alla fine del 1980	40,6	23,9	90,3	5,3	1,6	97,2
Tutti i paesi						
1978	7,0	63,5	44,9	- 2,7	0,7	42,9
1979	- 91,9	256,4	- 6,7	- 3,8	5,8	42,9
1980	7,6	65,4	31,7	6,0	- 1,3	20,8
Consistenze in essere alla fine del 1980	937,6	552,7	313,1	21,5	15,1	63,7

* Riserve auree valutate ai prezzi di mercato.

auree, dopo una contrazione di circa 92 milioni di once nel 1979. Nel 1980 i paesi OPEC hanno accresciuto di 3,4 milioni di once le loro disponibilità auree ufficiali (di cui 2,1 milioni affluiti all'Indonesia); per i paesi in via di sviluppo non petroliferi l'aumento è stato di 2,8 milioni di once. Il rincaro dell'oro ha influito anche sul totale in essere delle riserve in ECU. In effetti, la crescita complessiva delle riserve in ECU nel 1980, da \$42,9 a 63,7 miliardi, coincide quasi con l'ammontare della rivalutazione effettuata nel corso dell'anno, su una base collegata all'andamento del prezzo di mercato dell'oro, delle disponibilità in ECU dei paesi membri dello SME in contropartita di *swaps* di oro.

Nel 1980 il totale delle riserve valutarie dichiarate è aumentato, in dollari correnti, di \$31,7 miliardi. Escludendo gli effetti dell'apprezzamento del dollaro nei confronti di altre monete di riserva, l'espansione risulterebbe maggiore di \$3-4

miliardi. Una parte assai cospicua dell'incremento ha riguardato i paesi OPEC (+\$19,8 miliardi) e gli Stati Uniti (+\$6,3 miliardi). L'espansione nelle riserve valutarie degli Stati Uniti, pari a \$10,1 miliardi alla fine del 1980, è stata la conseguenza dei massicci interventi effettuati dalla Federal Reserve Bank di New York per sostenere il marco e, in misura più modesta, dell'emissione di obbligazioni in marchi, per ulteriori \$1,2 miliardi, da parte del governo americano. Queste operazioni delle autorità statunitensi non solo hanno provocato un notevole accrescimento delle disponibilità valutarie ufficiali degli Stati Uniti, ma hanno anche consentito di rimborsare \$3,2 miliardi di debiti in essere derivanti da precedenti prelievi effettuati dagli Stati Uniti sulle linee reciproche di credito con la Deutsche Bundesbank. L'espansione delle disponibilità valutarie degli Stati Uniti, che per l'ampiezza assunta non ha precedenti, ha segnato una nuova fase nell'evoluzione del sistema a più monete di riserva emerso negli anni precedenti essenzialmente con la diversificazione delle riserve valutarie di altri paesi (soprattutto di quelli non appartenenti al Gruppo dei Dieci) a favore di monete diverse dal dollaro. Va aggiunto che l'effetto espansivo sul totale delle riserve esercitato da quella parte dell'aumento delle disponibilità ufficiali valutarie degli Stati Uniti derivante dall'acquisto di divise sul mercato è stato duplice, in quanto non solo ha accresciuto le riserve ufficiali degli Stati Uniti in valuta, ma ha anche messo un corrispondente volume di dollari a disposizione degli altri paesi e, in particolare, ha contenuto la contrazione delle riserve in dollari della Germania.

Le posizioni di riserva sul Fondo monetario internazionale hanno contribuito con \$6 miliardi all'espansione delle riserve globali nel 1980. Tale incremento netto deriva tra l'altro dalle sottoscrizioni di *tranches* di riserva (per l'equivalente di \$6,3 miliardi) nel quadro del settimo aumento generale delle quote del FMI, entrato in vigore nel dicembre 1980, in seguito al quale il totale delle quote è aumentato in termini di dollari da \$25,3 a 76,0 miliardi. Nel corso dell'anno, i prelievi netti dei paesi membri, dopo i rimborsi netti in ciascuno dei due precedenti anni, sono ammontati a \$2,2 miliardi. Peraltro, la configurazione dei prelievi è stata tale da produrre un calo di \$0,3 miliardi nel totale delle posizioni di riserva sul Fondo. I paesi in via di sviluppo non petroliferi hanno effettuato nuovi prelievi netti per \$3,4 miliardi, parzialmente compensati dai rimborsi, per \$1,2 miliardi, da parte del Regno Unito.

Nel 1980 il totale dei nuovi impegni di prestito assunti dal Fondo è ammontato a \$9,4 miliardi, interamente a favore dei paesi in via di sviluppo non petroliferi, a fronte di \$2,8 miliardi nel 1979. Nel settembre 1980 il Comitato interinale ha espresso la sua approvazione per una nuova direttiva destinata ad ampliare l'accesso dei paesi membri alle risorse del Fondo, in base alla quale essi possono prelevare fino al 600% della rispettiva quota (esclusi i prelievi effettuati nel quadro dello schema di finanziamento compensativo e della *buffer stock facility*) nell'arco di tre anni. Dopo l'entrata in vigore del settimo aumento generale delle quote del Fondo, la direttiva è stata modificata nel gennaio 1981 nel senso di autorizzare prelievi netti fino al 450% della quota di un paese nell'arco di tre anni, con un limite al totale dei prelievi (esclusi i prelievi effettuati nel quadro dei suddetti schemi di finanziamento, nonché quelli in essere a fronte della *oil facility*) pari al 600% della quota medesima. Il Comitato interinale ha altresì convenuto che il Fondo debba integrare le proprie risorse mediante il ricorso al credito, anzitutto presso i paesi membri, ma anche se necessario sui mercati dei capitali, ed è stato

annunciato come obiettivo per il 1981 un indebitamento di DSP 6-7 miliardi, prospettando un ulteriore indebitamento per il 1982 e il 1983. Nel marzo 1981 il Fondo ha reso noto la conclusione di un accordo di prestito con l'Arabia Saudita in base al quale questo paese metterà a disposizione del Fondo fino a DSP 4 miliardi all'anno nel primo biennio dell'accordo. Il Consiglio di amministrazione del Fondo ha al tempo stesso raccomandato che la quota dell'Arabia Saudita venga aumentata da DSP 1,0 a 2,1 miliardi. In maggio il Fondo ha reso noto di aver concordato di attingere credito, fino all'importo di DSP 1,1 miliardi, dalle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci (esclusi gli Stati Uniti), della Svizzera, dell'Austria, della Danimarca e della Norvegia.

Lo scorso anno le disponibilità complessive di DSP dei paesi sono diminuite di \$ 1,3 miliardi in termini di dollari, scendendo a \$ 15,1 miliardi. I principali fattori che hanno influito su questa componente delle riserve sono costituiti dall'assegnazione di DSP effettuata nel gennaio del 1980, per un totale equivalente a \$ 5,3 miliardi circa, e dal trasferimento di DSP al Fondo, per l'equivalente di \$ 6,3 miliardi, in connessione con l'aumento generale delle quote dello scorso anno. Nel gennaio 1981 il numero delle monete nel paniere impiegato per la valutazione dei DSP è stato ridotto da sedici a cinque limitandolo a quelle (dollaro USA, marco tedesco, yen, sterlina e franco francese) considerate per la determinazione del tasso d'interesse sui DSP. Nell'aprile 1981 il Fondo ha elevato il tasso d'interesse sui DSP dall'80 al 100% della media ponderata dei tassi d'interesse a breve interni relativi a queste cinque monete, e in pari tempo ha eliminato l'obbligo per i paesi di ricostituire i propri saldi in DSP dopo l'utilizzo.

Considerando l'evoluzione delle riserve nei principali gruppi di paesi riportati nella tabella di pagina 154, senza tener conto delle disponibilità auree, il totale delle riserve dei paesi del Gruppo dei Dieci e della Svizzera è aumentato lo scorso anno di \$ 32,7 miliardi. Escludendo gli Stati Uniti, di cui si è già detto, per i restanti paesi del Gruppo dei Dieci l'espansione è stata di \$ 24,9 miliardi. Di questo importo \$ 20,9 miliardi sono imputabili alla creazione di ECU, mentre le altre attività di riserva si sono accresciute solo di \$ 4 miliardi. In particolare, le acquisizioni di riserve diverse dall'oro dei paesi del Gruppo dei Dieci membri dello SME sono state complessivamente inferiori all'aumento delle loro disponibilità in ECU.

Tra i paesi del Gruppo dei Dieci, esclusi gli Stati Uniti, il Giappone ha accresciuto le proprie riserve non auree di \$ 5,1 miliardi, compensando in parte la perdita di \$ 12,9 miliardi subita nel 1979; nel caso del Regno Unito, invece, le cui riserve diverse dall'oro sono aumentate solo di \$ 0,9 miliardi (di cui quasi la metà è costituita dall'assegnazione di DSP), le spinte al rialzo sulla sterlina si sono rispecchiate quasi integralmente sul tasso di cambio. Anche in Svizzera si è lasciato per lo più libero corso alle forze agenti sul mercato dei cambi e le riserve ufficiali sono calate soltanto di \$ 0,8 miliardi. Nell'ambito dei paesi partecipanti al meccanismo di cambio dello SME, sono state conseguite sostanziali acquisizioni di riserve dalla Francia (\$ 9,8 miliardi), dall'Italia (\$ 4,9 miliardi), dai Paesi Bassi (\$ 4,1 miliardi) e dal Belgio (\$ 2,3 miliardi), sebbene esse siano in gran parte derivate dalla creazione di ECU. Per contro, la Germania, che è intervenuta talora pesantemente per frenare il deprezzamento del marco, ha registrato una contrazione di \$ 4,5 miliardi nelle proprie attività di riserva diverse dall'oro, nonostante la sua consistente quota nella creazione di ECU.

Con l'ausilio di un massiccio ricorso ai mercati creditizi internazionali, la maggior parte dei paesi sviluppati non appartenenti al Gruppo dei Dieci è stata in grado di mantenere approssimativamente e, in alcuni casi addirittura di accrescere, il livello delle proprie riserve non auree. In effetti, nonostante il deterioramento del loro disavanzo aggregato di parte corrente da \$ 12 a 22 miliardi, l'aumento di \$ 3,9 miliardi nel totale delle loro attività ufficiali è stato doppio rispetto a quello del 1979. Norvegia, Austria e Irlanda hanno accresciuto le proprie riserve rispettivamente di \$ 1,8, 1,2 e 0,6 miliardi, mentre la Spagna ha subito un calo di \$ 1,4 miliardi.

Per i paesi in via di sviluppo non petroliferi il 1980 ha segnato la fine di un lungo periodo di crescita delle riserve. Il totale delle loro disponibilità non auree, dopo un incremento medio annuo di circa \$ 11 miliardi dal 1976 al 1979, è calato di \$ 0,7 miliardi nel 1980. I movimenti più ampi sono stati quelli registrati nell'America Latina: le riserve del Cile e della Colombia si sono accresciute rispettivamente di \$ 1,2 e 1 miliardi, mentre quelle dell'Argentina e del Brasile sono diminuite rispettivamente di \$ 2,7 e 3,2 miliardi.

La caratteristica forse più saliente nell'evoluzione delle riserve dei paesi OPEC nel 1980 è rappresentata dal fatto che l'espansione complessiva delle disponibilità non auree dichiarate di questi paesi, pari a \$ 21,3 miliardi, ha superato solo di \$ 7 miliardi l'importo relativo all'anno precedente, nonostante l'ampliamento, stimato in \$ 44 miliardi, dell'eccedenza nella bilancia aggregata di parte corrente di questo gruppo tra il 1979 e il 1980. Ciò può essere dipeso dal fatto che tale eccedenza si è concentrata maggiormente nei paesi OPEC con bassa capacità di assorbimento, una parte delle cui attività liquide sull'estero non è compresa nelle statistiche sulle riserve, nonché da un certo spostamento verso investimenti in attività a più lungo termine.

Quanto ai singoli paesi esportatori di petrolio, le maggiori acquisizioni di riserve sono state quelle della Libia (\$ 6,7 miliardi), della Nigeria (\$ 4,7 miliardi), dell'Arabia Saudita (\$ 4,2 miliardi), dell'Indonesia (\$ 1,3 miliardi), dell'Algeria e del Kuwait (\$ 1,1 miliardi ciascuno). Il Venezuela ha per contro subito una contrazione di \$ 0,7 miliardi. Non sono disponibili dati aggiornati sulla consistenza delle riserve dell'Iran e dell'Iraq. Nei primi nove mesi del 1980 l'incremento delle riserve valutarie dei paesi petroliferi, pari a \$ 19,8 miliardi, è stato superiore all'aumento complessivo nel corso dell'anno, mentre nel quarto trimestre si è avuto un leggero calo.

Considerando in modo più particolareggiato l'espansione delle riserve globali in valuta, si riscontrano alcune differenze tra il 1979 e il 1980 nella misura in cui i detentori di riserve hanno collocato le proprie attività sui differenti mercati nazionali o sull'euromercato e nella composizione per monete dell'incremento delle riserve in valuta. Tali differenze sono evidenziate nella tabella che segue. Lo scorso anno i saldi ufficiali in dollari detenuti negli Stati Uniti — misurati in base alle variazioni nelle passività USA verso detentori ufficiali esteri — si sono accresciuti di \$ 13,8 miliardi, dopo aver registrato un calo pressoché uguale nel 1979. I depositi ufficiali presso banche sui mercati nazionali al di fuori degli Stati Uniti, che erano leggermente diminuiti nel 1979, sono aumentati di \$ 8,8 miliardi; i depositi ufficiali identificati sull'euromercato, dopo un aumento di quasi \$ 35 miliardi nel 1979, si sono accresciuti di \$ 7,4 miliardi. Il fatto che la somma di questi incrementi

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

Voci	Fine 1977	Fine 1978	Fine 1979	Metà 1980	Fine 1980
	consistenze, in miliardi di dollari USA				
A. Depositi presso banche nei paesi europei¹, in Canada e Giappone					
I. Sui mercati nazionali	7,6	9,3	8,8	15,9	17,6
Marchi tedeschi	2,2	3,1	3,4	4,7	4,8
Franchi svizzeri	1,3	0,6	0,6	1,2	1,6
Yen	0,9	2,7	0,9	3,8	4,6
Sterline	1,6	1,2	1,9	2,9	3,0
Altre valute	1,6	1,7	2,0	3,3	3,6
II. Sull'euromercato	71,0	80,1	115,0	119,1	122,4
Dollari	53,0	52,8	73,3	75,3	79,4
Marchi tedeschi	12,0	16,8	24,1	24,7	24,2
Franchi svizzeri	3,2	4,6	6,0	7,3	8,0
Yen	0,9 ²	2,2 ²	4,2 ²	2,7 ²	2,2 ²
Sterline	0,3	0,7	1,5	2,3	2,2
Altre valute	1,6	3,0	5,9	6,8	6,4
Totale I+II	78,6	89,4	123,8	135,0	140,0
<i>di cui in monete diverse dal dollaro</i>	<i>25,6</i>	<i>36,6</i>	<i>50,5</i>	<i>59,7</i>	<i>60,6</i>
B. Depositi presso filiali offshore di banche USA	4,4	5,7	6,4	6,2	5,6
Totale A+B	83,0	95,1	130,2	141,2	145,6
<i>Poste per memoria:</i>					
<i>totale dei depositi OPEC presso le banche dichiaranti al di fuori degli USA</i>	<i>68,2</i>	<i>73,4</i>	<i>106,2</i>	<i>129,5</i>	<i>146,2</i>
<i>Passività USA verso istituzioni ufficiali estere</i>	<i>126,1</i>	<i>156,8</i>	<i>143,1</i>	<i>142,6</i>	<i>156,9</i>

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.

¹ Austria, Belgio-Lussemburgo, Danimarca, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia e Svizzera.

² Esclusi i depositi presso banche in Svizzera.

sopравanzi l'espansione di \$ 25,4 miliardi registrata lo scorso anno nel totale delle riserve dichiarate in valuta dei paesi diversi dagli Stati Uniti si spiega soprattutto ove si consideri che non tutte le posizioni creditorie ufficiali dei paesi OPEC verso le banche di altri paesi figurano nelle statistiche sulle riserve. A questo riguardo si può rilevare, come evidenzia la tabella, che nel 1980 i depositi identificati dei paesi OPEC presso le banche commerciali al di fuori degli Stati Uniti sono complessivamente aumentati di \$ 40 miliardi.

L'espansione di \$ 8,8 miliardi registrata lo scorso anno nelle riserve in valuta detenute presso le banche sui mercati nazionali al di fuori degli Stati Uniti rappresenta un incremento del 100%. Tale evoluzione va ricollegata alla revoca o all'attenuazione dei vincoli agli afflussi di capitali attuata in alcuni paesi, tra cui Germania, Giappone e Svizzera, per proteggere il valore esterno delle rispettive monete e per facilitare il finanziamento dei loro disavanzi con l'estero. Le riserve in yen presso le banche giapponesi hanno avuto un incremento particolarmente marcato, da \$ 0,9 a 4,6 miliardi, dopo la revoca nel marzo 1980 delle restrizioni sulla remunerazione dei depositi liberi in yen di detentori ufficiali. Lo scorso anno sono

aumentati, rispettivamente di \$ 1,4 e 1,0 miliardi, anche i depositi ufficiali presso le banche tedesche e svizzere, nonostante l'indebolimento delle monete di questi paesi sui mercati dei cambi. La solidità della sterlina si è rispecchiata nell'aumento, da \$ 4,9 a 8,4 miliardi, del totale dei saldi ufficiali in sterline detenuti nel Regno Unito, con un'espansione di \$ 1,1 miliardi di quelli collocati presso le banche britanniche, portatisi a \$ 3,0 miliardi.

L'aumento delle riserve detenute nei mercati nazionali è indubbiamente una delle ragioni che spiegano l'espansione relativamente modesta dei depositi ufficiali collocati nel 1980 sull'euromercato. Gli eurodepositi ufficiali in valute diverse dal dollaro sono aumentati in termini di dollari solo di \$ 1,3 miliardi, dopo un incremento di \$ 14,4 miliardi nel 1979. Tuttavia, l'espansione dello scorso anno risulta sottostimata nella misura di circa \$ 3 miliardi per effetto dell'apprezzamento del dollaro nei confronti di altre monete. Il valore in dollari dei depositi ufficiali in euroyen si è ridotto di \$ 2 miliardi, mentre si è avuta un'ulteriore accumulazione di eurodepositi in franchi svizzeri e sterline.

La tendenza ad investire un crescente volume di riserve in valute sui rispettivi mercati nazionali ha coinvolto anche il dollaro. L'espansione dei depositi ufficiali in eurodollari, ammontata a \$ 6,1 miliardi, è stata inferiore alla metà dell'incremento complessivo delle riserve in dollari detenute negli Stati Uniti. Nel 1979 invece i depositi ufficiali in eurodollari erano saliti di \$ 20,5 miliardi, mentre le passività USA verso detentori ufficiali esteri erano calate di \$ 13,7 miliardi. Le ragioni di questo pronunciato spostamento risiedono forse in parte negli sviluppi politici ed economici che possono aver accresciuto l'attrattiva degli Stati Uniti come centro di collocamento delle riserve.

VIII. LE ATTIVITA' DELLA BANCA.

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

Lo scorso anno la Banca ha continuato a svolgere il suo ruolo tradizionale 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, la Banca ha organizzato incontri periodici di funzionari delle banche centrali, per esaminare questioni quali l'evoluzione dei mercati dell'oro e dei cambi e dell'euromercato, nonché per effettuare studi e scambiare informazioni su altri problemi economici, monetari, tecnici e giuridici concernenti le banche centrali. In particolare, va menzionato l'incarico conferito nell'aprile 1980 dai Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci al Comitato permanente sull'euromercato di seguire sistematicamente gli sviluppi dell'attività bancaria internazionale. In base al mandato affidatogli dai Governatori, il Comitato permanente ha tenuto riunioni trimestrali durante le quali ha esaminato questi sviluppi valutandone l'incidenza sull'economia mondiale e sulle economie dei singoli paesi, nonché sulla solidità del sistema bancario internazionale nel suo complesso.

La Banca ha continuato a partecipare, in qualità di osservatore, ai lavori del Comitato interinale del Consiglio dei governatori del FMI 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, 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 del Gruppo dei Dieci. Essa ha altresì continuato a raccogliere, analizzare e distribuire dati statistici concernenti il mercato delle eurovalute, nonché a partecipare agli altri lavori del Gruppo dei Dieci e dell'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 prepara sistematicamente 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, a seconda delle materie in discussione, la composizione di questo gruppo è stata limitata ai paesi comunitari oppure estesa ad altri paesi industriali, in genere membri del Gruppo dei Dieci); un

gruppo incaricato di esaminare periodicamente la situazione monetaria dei paesi membri e i problemi derivanti dal coordinamento delle politiche monetarie nazionali a livello comunitario; 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 1980-81 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, il Comitato dei governatori e il Consiglio dei governatori del Fondo europeo di cooperazione monetaria, ciascuno nell'ambito delle proprie competenze e funzioni, sono in grado di prendere varie decisioni concernenti accordi monetari tra le banche centrali o di preparare relazioni e pareri, su base regolare o specifica, per la Commissione delle Comunità europee o per i Ministri delle finanze dei paesi della CEE.

Durante l'esercizio finanziario 1980-81 una parte importante di questa attività ha riguardato la gestione del Sistema monetario europeo (SME), istituito il 13 marzo 1979. I principali compiti sono stati i seguenti:

- assicurare la corretta applicazione degli accordi che regolano il sistema;
- intensificare il coordinamento delle politiche del tasso di cambio e delle politiche monetarie interne attuate dalle banche centrali della CEE, quale presupposto per un ordinato funzionamento dello SME;
- prorogare di un ulteriore biennio, a decorrere dal 13 marzo 1981, il meccanismo di *swaps* rinnovabili in base al quale gli ECU vengono creati in contropartita delle contribuzioni di oro e di dollari al Fondo europeo di cooperazione monetaria (all'atto dell'istituzione dello SME la durata iniziale di questo meccanismo era stata limitata a due anni);
- prendere le necessarie misure per l'adesione della banca centrale della Grecia all'accordo che istituisce un sistema di sostegno monetario a breve termine tra le banche centrali dei paesi membri della Comunità economica europea.

Inoltre il Comitato dei governatori ha continuato ad occuparsi dell'eventuale evoluzione dello SME verso una fase più istituzionalizzata e definitiva, come contemplato nella risoluzione del Consiglio europeo del 5 dicembre 1978. Gli altri studi intrapresi dal Comitato hanno riguardato le tecniche di controllo monetario. Infine, il Comitato ha seguito attentamente gli sviluppi monetari internazionali, studiando la possibilità di una più stretta cooperazione monetaria con alcuni paesi non appartenenti alla CEE, ed in particolare con gli Stati Uniti.

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. In occasione delle riunioni e nel corso dell'anno il Gruppo ha proseguito l'analisi dei sistemi di pagamenti e della loro possibile evoluzione a medio termine. A partire dall'estate 1981 un nuovo gruppo ampliarà l'ambito di questi studi fino a comprendere un esame dettagliato degli effetti esercitati sul sistema bancario dall'impiego di nuove tecniche di pagamento. Gli esperti di informatica hanno anche seguito lo sviluppo delle reti di telecomunicazioni nei

maggiori paesi industriali e hanno esaminato i problemi concernenti il loro funzionamento e la loro interconnessione. A questo riguardo essi hanno seguito da vicino l'attività svolta, in particolare, dall'International Standards Organisation sulla trasmissione di messaggi interbancari e sulla interconnessione di sistemi aperti. In aggiunta, essi hanno esaminato l'impiego delle procedure di elaborazione dei dati nelle rispettive banche centrali e si accingono ad effettuare uno studio degli effetti che può produrre l'introduzione di complessi sistemi informativi sull'organizzazione interna delle banche centrali.

Sotto la guida del Gruppo di esperti delle banche centrali sulle questioni relative alla banca dei dati economici e monetari – per il quale la BRI svolge le funzioni di Segretariato – sono stati compiuti ulteriori progressi verso l'istituzione di una banca dei dati per la BRI e le banche centrali. Nel corso dell'anno il nucleo di dati esistente è stato trasferito all'elaboratore della BRI da un centro elettronico esterno. Ciò rende ora possibile la concezione di un esteso sistema informativo tra la BRI e le banche centrali, in vista del quale la maggior parte delle banche ha già preso le necessarie misure per stabilire un collegamento in telecomunicazione con l'elaboratore della BRI.

Uno dei principali scopi del progetto della banca dei dati è quello di disporre di uno strumento rapido ed efficiente per l'interscambio di serie storiche macroeconomiche, prevalentemente di carattere finanziario, tra le banche centrali e la BRI. In aggiunta è stato sviluppato un sistema interno automatizzato per l'elaborazione delle statistiche sull'euromercato che, in un congruo lasso di tempo, si spera possa essere ampliato in modo da comprendere la trasmissione di tali statistiche da e verso le banche centrali.

2. Operazioni del Dipartimento bancario.

Il Bilancio e il Conto profitti e perdite della Banca al 31 marzo 1981, certificati dai revisori dei conti, sono riportati alla fine della presente Relazione; entrambi sono espressi in franchi oro.*

* * *

Il totale di bilancio al 31 marzo 1981	
è ammontato a	F 19.726.245.562
contro, al 31 marzo 1980,	F 24.409.416.167
Si è pertanto registrata una diminuzione di	F 4.683.170.605

Si ricorda che nel precedente esercizio finanziario 1979-80 era stato registrato un incremento di 5.308 milioni di franchi.

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

Le variazioni dei tassi di cambio delle monete diverse dal dollaro USA fino al luglio 1980 compreso si sono per lo più tradotte in un apprezzamento nel valore in franchi oro di tali valute; da allora sino alla fine dell'esercizio finanziario il loro valore ha subito una flessione molto più forte del precedente aumento; ne è derivato un deprezzamento netto cui va ascritto un decimo circa della diminuzione complessiva.

Il totale della situazione mensile dei conti ha registrato un aumento sino alla fine di giugno del 1980, quando ha raggiunto un massimo assoluto di 25.697 milioni di franchi; esso è quindi calato a 22.500 milioni alla fine di luglio, mantenendosi in seguito più o meno stabile sino alla fine di dicembre; da allora è gradualmente diminuito sino alla fine dell'esercizio finanziario.

BRI: Totali di bilancio negli ultimi cinque esercizi finanziari.

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Totale di bilancio		Variazione rispetto all'esercizio precedente	
	milioni di franchi		percentuali	
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	
1981	19.726	- 4.683	- 19	

* In base al vecchio metodo di conversione impiegato fino al giugno 1979 (per il dollaro USA sulla base di 1 franco oro = \$ USA 0,3941...; per le altre valute sulla base dei tassi di cambio centrali o di mercato).

Nel Bilancio non sono compresi:

- 1) gli effetti e gli altri titoli detenuti 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 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 1981 ammontava a 1.190 milioni di franchi, rispetto a 1.034 milioni al 31 marzo 1980, con un aumento di 156 milioni.

PASSIVO (COMPOSIZIONE DELLE RISORSE).

A. Capitale, riserve e passività diverse.

a) Capitale versato F 295.703.125

Il capitale autorizzato è rimasto invariato a 1.500 milioni di franchi; non vi sono state variazioni neppure nel capitale emesso, suddiviso in 473.125 azioni liberate per il 25%.

**BRI: Evoluzione della composizione delle risorse
negli ultimi cinque esercizi finanziari**
(dopo la ripartizione dell'utile netto d'esercizio proposta all'Assemblea generale ordinaria).

Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo	Capitale versato e riserve	Fondi ricevuti in prestito	Altre passività	Totale di bilancio
	milioni di franchi			
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	869	17.991	251	19.101
1980	887	23.239	283	24.409
1981	937	18.539	250	19.726

* In base al vecchio metodo di conversione.

b) Riserve

Le variazioni nei diversi fondi di riserva, descritte nei successivi paragrafi, sono indicate al punto I del prospetto riportato alla fine della Relazione.

1) *Fondo di riserva legale* F 30.070.313

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

2) *Fondo di riserva generale*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1980-81 F 417.152.793

contro 397,2 milioni di franchi al 31 marzo 1980; la differenza di 20 milioni rappresenta l'ammontare proposto per il trasferimento al Fondo 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 1980-81 F 19.530.055

contro 17,5 milioni di franchi al 31 marzo 1980; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è di 2 milioni di franchi; il totale di questo Fondo di riserva sarà così portato ad un livello equivalente all'attuale dividendo annuo complessivo, aumentato di un certo margine per tener conto delle oscillazioni dei tassi di cambio.

4) *Fondo di riserva libero*

dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1980-81 F 174.730.236

contro 146,7 milioni di franchi al 31 marzo 1980; la proposta di trasferimento al Fondo dall'utile netto è di 28 milioni di franchi.

Dopo la ripartizione dell'utile netto per il 1980-81 le riserve totali della Banca ammontano pertanto a F 641.483.397

contro 591,5 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio, con un aumento di 50 milioni, cioè dell'8,5%. A scopo di raffronto, si può notare che il loro incremento durante i due precedenti esercizi finanziari, 1978-79 e 1979-80, era stato rispettivamente di 28,6 e 33 milioni.

c) Partite varie F 232.804.254

rispetto a 265,2 milioni di franchi al 31 marzo 1980, con una flessione di 32,4 milioni.

d) Conto profitti e perdite, *prima* della ripartizione F 67.004.609

Tale importo rappresenta l'utile netto per l'esercizio 1980-81; esso risulta superiore di 16 milioni di franchi all'utile netto dell'esercizio precedente, che comprendeva i proventi netti della vendita della vecchia sede della Banca per 2,6 milioni circa.

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 17.004.609 franchi al pagamento del dividendo di 135 franchi svizzeri per azione da effettuarsi alla data del 1° luglio 1981; nel precedente esercizio finanziario il dividendo complessivo era ammontato a 17.977.378 franchi e corrispondeva a un importo di 110 franchi svizzeri per azione più un'assegnazione straordinaria di 25 franchi svizzeri per azione al fine di solennizzare il cinquantesimo 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.

BRI: Origine delle risorse finanziarie esterne.

Origine	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1980	1981	
	<i>milioni di franchi</i>		
Depositi di banche centrali	22.486	18.431	- 4.055
Depositi di altri depositanti	753	108	- 645
Totale	23.239	18.539	- 4.700

La flessione nei "Depositi di banche centrali" è stata molto pronunciata (-18%) sebbene inferiore all'incremento registrato nel precedente esercizio finanziario (+4.971 milioni ovvero 28,4%); la variazione va nuovamente ascritta soprattutto ai depositi in dollari USA; tuttavia anche i depositi in marchi tedeschi hanno registrato una flessione, notevolmente amplificata dalla diminuzione del loro valore. Una contrazione è parimenti intervenuta nei depositi in altre monete considerati nel complesso; d'altro canto vi è stato un aumento nei depositi in oro.

La diminuzione nei "Depositi di altri depositanti" è stata assai rilevante, soprattutto in termini relativi (-85,7%), mentre nel precedente esercizio finanziario il relativo saldo si era notevolmente accresciuto (+ 277 milioni, pari al 58,2%); la flessione riflette la scadenza di depositi in dollari USA di elevato importo, indicizzati sul valore del DSP.

I "Depositi di banche centrali" hanno continuato a rappresentare la parte di gran lunga preponderante dei fondi ricevuti in prestito; la loro quota sul totale è salita dal 96,8 al 99,4%.

Come mostra la tabella seguente, rispetto al totale delle risorse esterne, la proporzione dei depositi in valute è scesa dall'80,7 al 74,8% nel corso dell'esercizio finanziario, mentre la quota dei depositi in oro è aumentata dal 19,3 al 25,2%; si ricorda che al 31 marzo 1979 le percentuali corrispondenti erano del 77,8 e del 22,2%.

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
	1980	1981		1980	1981		1980	1981	
milioni di franchi									
A vista	4.432	4.647	+ 215	366	276	- 90	4.798	4.923	+ 125
Fino a tre mesi	46	30	- 16	15.992	11.671	- 4.321	16.038	11.701	- 4.337
Ad oltre tre mesi	9	4	- 5	2.394	1.911	- 483	2.403	1.915	- 488
Totale	4.487	4.681	+ 194	18.752	13.858	- 4.894	23.239	18.539	- 4.700

In termini di scadenza, la partecipazione dei depositi vincolati sul totale si è ridotta dal 79,4 al 73,4%, mentre quella dei depositi a vista ha registrato un aumento dal 20,6 al 26,6%; al 31 marzo 1979 le percentuali erano state rispettivamente del 77 e del 23%.

a) Depositi in oro F 4.681.285.317

rispetto a 4.487 milioni di franchi all'inizio dell'esercizio finanziario, con un aumento di 194 milioni, cioè del 4,3%, notevolmente inferiore a quello di 488 milioni registrato nel precedente esercizio finanziario; come già nel 1979-80, esso corrisponde approssimativamente a un'espansione netta dei depositi delle banche centrali e a una riduzione netta dell'ammontare connesso a operazioni di riporto, in quanto alla scadenza di tali operazioni l'oro (venduto a termine) è stato lasciato su depositi a vista presso la Banca. I depositi vincolati in oro hanno registrato una flessione di circa un terzo in seguito al trasferimento su conti a vista o al rimborso di depositi giunti a scadenza.

b) Depositi in valute F 13.857.964.860

rispetto a 18.752 milioni di franchi al 31 marzo 1980; questa posta, la più importante del Passivo, ha registrato una flessione particolarmente forte di 4.894 milioni, pari al 26,1% (a fronte di un aumento di 4.760 milioni, o del 34%, nel precedente esercizio finanziario). La parte maggiore di questa diminuzione riguarda

i depositi fino a tre mesi, diminuiti del 27%; anche le altre due categorie – i fondi a vista e ad oltre tre mesi – hanno registrato flessioni che in termini percentuali sono quasi equivalenti a quella dei depositi fino a tre mesi.

ATTIVO (IMPIEGO 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	
	1980		1981			
milioni di franchi						
Attività a vista						
Oro	5.313		5.437		+ 124	
Valute	15	5.328	16	5.453	+ 1	+ 125
Buoni del Tesoro						
Valute		156		226		+ 70
Depositi vincolati ed anticipazioni						
Oro	—		41		+ 41	
Valute	14.487	14.487	12.776	12.817	- 1.711	- 1.670
Altri titoli						
Valute		4.268		1.086		- 3.182
Totale						
Oro	5.313		5.478		+ 165	
Valute	18.926	24.239	14.104	19.582	- 4.822	- 4.657

a) Oro F 5.436.941.670

Questa voce, che all'inizio dell'esercizio finanziario ammontava a 5.313 milioni di franchi, ha registrato un aumento di 124 milioni, ossia del 2,3%, mentre nel precedente esercizio l'incremento in termini percentuali era stato quasi tre volte superiore; l'espansione riflette l'afflusso netto di depositi in oro effettuati, come dianzi menzionato, da varie banche centrali e, in minor misura, la conclusione con altre banche centrali di operazioni di riporto in oro (acquistato a pronti) contro diverse valute; in senso opposto, vanno registrati i prelievi di oro effettuati per le operazioni di cui sarà fatta menzione in seguito e, in misura minore, per il rimborso di depositi vincolati, come indicato in precedenza.

b) Cassa in contanti e conti a vista presso banche F 15.977.519

rispetto a 15 milioni di franchi al 31 marzo 1980; questa voce risulta quindi praticamente invariata.

c) Buoni del Tesoro F 225.598.456

rispetto a 156 milioni di franchi alla fine del precedente esercizio; l'aumento alquanto rilevante, di 70 milioni, cioè del 44,9%, si contrappone a una diminuzione di 104 milioni, o del 40%, registrata nell'esercizio finanziario 1979-80 e corrisponde in ampia misura all'acquisto di buoni del Tesoro degli Stati Uniti.

d) Depositi vincolati e anticipazioni F 12.816.903.620

rispetto a 14.487 milioni di franchi al 31 marzo 1980; la componente in oro, che non figurava al 31 marzo 1980, è riapparsa con un importo di 41 milioni in seguito ai collocamenti di oro sotto forma di depositi vincolati, cui si è accennato in precedenza.

La componente in valuta si è contratta da 14.487 milioni a 12.776 milioni, con un calo di 1.711 milioni, cioè dell'11,8% (grosso modo corrispondente, in termini percentuali, all'incremento registrato nel precedente esercizio). La diminuzione riguarda prevalentemente i dollari USA, ma per un importo rilevante anche i marchi tedeschi, essenzialmente a causa della perdita di valore di questa moneta, e in minor misura le altre valute; essa è derivata soprattutto da un calo dei depositi effettuati sui vari mercati e solo in piccola parte da una riduzione dei crediti concessi alle banche centrali.

e) Altri titoli F 1.086.229.848

rispetto a 4.268 milioni al 31 marzo 1980; questa posta si è ridotta di 3.182 milioni, cioè di tre quarti, dopo aver registrato un incremento per un importo leggermente superiore (3.401 milioni) nell'esercizio finanziario 1979-80; la diminuzione concerne i dollari USA e corrisponde quasi esattamente alla scadenza di operazioni di acquisto temporaneo su titoli del Tesoro USA. Per contro si è registrato un cospicuo aumento nella consistenza dei certificati di deposito - prevalentemente emessi sul mercato statunitense - e di titoli del settore pubblico, sebbene per questi ultimi l'incremento sia stato molto meno pronunciato.

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

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

Vita residua	Esercizi finanziari chiusi al 31 marzo		Variazione
	1980	1981	
	milioni di franchi		
Fino a tre mesi	14.652	9.914	- 4.738
Ad oltre tre mesi	4.103	3.989	- 114
Totale	18.755	13.903	- 4.852

La tabella mostra un certo allungamento della vita residua media di questi impieghi; le attività fino a tre mesi sono diminuite di quasi un terzo, mentre quelle ad oltre tre mesi hanno registrato solo una modesta flessione.

f) Partite varie F 144.594.448

rispetto a 170 milioni di franchi al 31 marzo 1980; la flessione di 25 milioni è derivata da rettifiche contabili dovute alla liquidazione netta di riporti in oro (acquistato a pronti a prezzi in linea con il mercato) contro valute conclusi con le banche centrali e, in minor misura, ad operazioni di riporto in senso opposto effettuate sul mercato.

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 134.494.016 rispetto a un saldo passivo di 164 milioni all'inizio dell'esercizio finanziario; la flessione, di 30 milioni, nell'ammontare di oro da consegnare a termine è derivata dalla riduzione (menzionata nel precedente paragrafo) del quantitativo netto di oro oggetto di operazioni di riporto con le banche centrali.

* *
*

La sensibile diminuzione nel totale di bilancio della Banca non ha influito sul volume delle operazioni, il cui livello è rimasto assai elevato.

3. Ripartizione dell'utile netto.

I conti relativi al cinquantunesimo esercizio finanziario, chiuso al 31 marzo 1981, presentano un saldo attivo di gestione di 68.061.940 franchi a fronte di un avanzo complessivo di 54.966.432 franchi per l'esercizio finanziario precedente, che comprendeva i proventi netti per 2.630.695 franchi ottenuti dalla vendita dell'immobile della vecchia sede della Banca. Il considerevole aumento registrato nell'esercizio concluso è dovuto principalmente al livello eccezionalmente alto dei tassi d'interesse sui vari mercati e al maggior volume di mezzi propri della Banca detenuti in valuta.

Il Consiglio di amministrazione ha deciso di trasferire 1.057.331 franchi allo "Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione". A seguito del suddetto trasferimento, l'utile netto ammonta a 67.004.609 franchi, contro 50.977.378 franchi del precedente esercizio finanziario. 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 67.004.609 franchi nel modo seguente:

- 1) un importo di 17.004.609 franchi per il pagamento di un dividendo di 135 franchi svizzeri per azione;
- 2) un importo di 20.000.000 di franchi al Fondo di riserva generale;
- 3) un importo di 2.000.000 di franchi al Fondo speciale di riserva per i dividendi; ed infine
- 4) un importo di 28.000.000 di 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 verrà corrisposto il 1° luglio 1981 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 20 giugno 1981.

Il Bilancio, il Conto profitti e perdite e un prospetto riassuntivo delle variazioni 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 1981, e gli utili conseguiti nell'esercizio chiuso a questa data. La relazione dei revisori Price Waterhouse & Co. è riportata in calce al Bilancio.

4. La Banca come Terzo designato ai termini di un contratto stipulato con la Comunità europea del carbone e dell'acciaio e come Fiduciario per il servizio di prestiti internazionali.

La tabella che segue riporta l'ammontare in essere 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.

Prestiti garantiti della CECA.

Serie dei titoli garantiti	Date di emissione	Paesi di emissione	Creditori	Importo originario dei prestiti	Importi da rimborsare al 1° aprile 1981	Tasso d'interesse %	Anno di scadenza finale o di rimborso
1°	1954	Stati Uniti	Governo USA	\$ 100.000.000	—	3 ⁷ / ₈	1979
2°	1955	Belgio	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	23.600.000	3 ¹ / ₂	1982
3°	1955	Germania	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50.000.000	3.000	3 ³ / ₄	1981
4°	1955	Lussemburgo	Caisse d'Epargne de l'Etat, Lussemburgo	FB 20.000.000 F Lux 5.000.000	2.360.000 —	3 ¹ / ₂ 3 ¹ / ₂	1982 1961
5°	1956	Saar	Landesbank Saar Girozentrale, Saarbrücken	DM 2.977.450 ²	—	4 ¹ / ₄	1977
6°	1956	Svizzera	Emissione pubblica	FS 50.000.000	—	4 ¹ / ₄	1974
7°	1957	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	—	5 ¹ / ₂	1975
8°			Emissione pubblica	\$ 7.000.000	—	5	1962
9°			Prestiti bancari	\$ 3.000.000	—	5	1962
10°	1957	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	F Lux 100.000.000	14.905.905	5 ³ / ₈	1982
11°	1958	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 35.000.000	—	5	1978
12°			Emissione pubblica	\$ 15.000.000	—	4 ¹ / ₂	1963
13°	1960	Stati Uniti	Emissione pubblica	\$ 25.000.000	—	5 ³ / ₈	1980
14°			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 ³ / ₄	1963
			Emissione pubblica	\$ 3.300.000	—	4 ⁷ / ₈	1964
			Emissione pubblica	\$ 3.400.000	—	5	1965
15°	1961	Lussemburgo	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Lussemburgo	F Lux 100.000.000	34.278.002	5 ¹ / ₄	1986
16°	1961	Paesi Bassi	Emissione pubblica	FI 50.000.000	3.100.000	4 ¹ / ₂	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.

Durante l'esercizio finanziario 1980-81, per il servizio dei prestiti garantiti la Banca ha ricevuto l'equivalente di circa 180.000 franchi in conto interessi e circa 3 milioni di franchi per rimborsi. A fine esercizio, il totale complessivo in essere si era ridotto all'equivalente di circa 2 milioni di franchi.

Per quanto concerne le funzioni di Fiduciario svolte dalla Banca 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 - a fronte del Prestito internazionale del governo tedesco 1930 (prestito Young), si rimanda al Capitolo VIII della cinquantesima Relazione annuale della Banca.

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

La Banca ha continuato a svolgere le funzioni, assunte a partire dal 1° giugno 1973, di Agente del Fondo europeo di cooperazione monetaria. Questa istituzione fu creata il 6 aprile 1973 dagli Stati membri della Comunità economica europea allo scopo di amministrare il sistema comunitario dei tassi di cambio (il cosiddetto "serpente") introdotto nell'aprile 1972, e le linee di credito reciproco già esistenti o istituite in connessione con il "serpente". Questa 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 di 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 di altri 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, e in particolare:
 - conclude, in nome e per conto del Fondo, le operazioni di *swap* con ciascuna delle banche centrali comunitarie, consistenti 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 USA detenute alla fine del mese precedente la data del rinnovo e, 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 USA 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 istituito nel febbraio 1970. Questa linea di credito non è stata più attivata dal 1974, allorchè vi fece ricorso la Banca d'Italia.

Nel periodo dal 1° aprile 1980 al 31 marzo 1981 gli interventi effettuati dalle banche centrali partecipanti al meccanismo dei tassi di cambio, che hanno dato luogo a registrazioni in ECU nella contabilità del FECoM, sono complessivamente ammontati a poco più di ECU 5 miliardi.

Al 31 marzo 1981 il Fondo aveva emesso un totale di quasi ECU 50 miliardi, equivalenti a circa \$USA 60 miliardi al tasso di cambio corrente a quella data. Questi ECU sono stati creati in contropartita delle contribuzioni di attività di riserva da parte delle banche centrali comunitarie, ad eccezione di quella della Grecia il cui ingresso nella Comunità, il 1° gennaio 1981, non ha comportato la partecipazione allo SME. 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.

- 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 per le 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 1980-81 la Banca, nella sua funzione di Agente del Fondo, ha effettuato il pagamento di interessi e di commissioni, nonché il rimborso della prima *tranche* di un prestito di \$100 milioni collocato dalla Comunità economica europea nel 1977. Alla data del 31 marzo 1981 la Banca amministrava, dopo il suddetto rimborso, sei operazioni di prestito, per un totale di \$USA 1.075 milioni e di DM 500 milioni, 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 d'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.

Va aggiunto che il 16 marzo 1981 il Consiglio delle Comunità europee ha adottato un regolamento che modifica il meccanismo di credito comunitario destinato al sostegno delle bilance dei pagamenti dei paesi membri. Esso sostituisce i predetti regolamenti del febbraio 1975 istitutivi del meccanismo. Le modifiche comportano una semplificazione delle procedure di accesso a tale credito e un sostanziale aumento del massimale complessivo. Con la fissazione di un nuovo limite di ECU 6 miliardi, il credito erogabile in base a questo meccanismo è stato praticamente triplicato.

6. I cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione.

Nella riunione del Consiglio tenuta l'11 novembre 1980, il Presidente ha annunciato che il Signor Marcel Théron era in procinto di lasciare la carica di Sostituto del Signor de la Genière. Il Presidente ha espresso l'apprezzamento della Banca per i preziosi servizi resi dal Signor Théron.

Il Presidente ha informato il Consiglio, nel corso della riunione del 9 dicembre 1980, che il Signor de la Genière aveva designato il Signor Jacques Waitzenegger ad esercitare le funzioni di suo Sostituto in assenza del Signor Gabriel Lefort, successore del Signor Théron.

Il mandato del Signor Lars Wohlin in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 31 marzo 1981, è stato rinnovato nel corso della riunione del Consiglio svoltasi il 10 marzo 1981 per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 31 marzo 1984, in base all'articolo 27(3) dello Statuto.

Il mandato di Lord O'Brien of Lothbury in qualità di Consigliere, che veniva a scadere il 6 maggio 1981, è stato rinnovato nell'aprile 1981 per un ulteriore periodo di tre anni dal Signor Gordon Richardson, Governatore della Banca d'Inghilterra, in base all'articolo 27(2) dello Statuto.

Il Signor René Larre, che ricopriva la carica di Direttore Generale della Banca dal 1° maggio 1971, ha lasciato il servizio il 21 febbraio 1981. Nella riunione del Consiglio tenuta il 10 febbraio 1981, il Presidente ha espresso al Signor Larre la profonda gratitudine di tutti i membri del Consiglio per il modo encomiabile con cui ha fatto fronte alle responsabilità inerenti al suo alto incarico e il loro sincero apprezzamento per le eminenti qualità dimostrate nell'espletamento delle sue funzioni.

Il 1° marzo 1981, in conformità della nomina ufficiale da parte del Consiglio nella riunione del 9 settembre 1980, il Dott. Günther Schleiminger, che ricopriva la

carica di Condirettore Generale della Banca dal 1° gennaio 1978, è succeduto al Signor Larre in qualità di Direttore Generale. Con analoga procedura il Prof. Alexandre Lamfalussy è stato nominato Condirettore Generale con decorrenza dal 1° marzo 1981, pur continuando ad assolvere le funzioni di Consigliere economico e Capo del Dipartimento monetario ed economico della Banca affidategli il 1° gennaio 1976. Infine, il Dott. Warren D. McClam, il Signor M. G. Dealtry e il Signor Rémi Gros sono stati nominati Direttori con decorrenza dal 1° aprile 1981.

Il Presidente ha annunciato, nel corso della riunione del Consiglio svoltasi il 10 marzo 1981, che la Banca aveva deciso di promuovere il Signor Kevin J. Kearney e il Dott. Kurt Spinnler al grado di Condirettori, con decorrenza dal 1° aprile 1981.

CONCLUSIONI.

Il secondo shock petrolifero ha sensibilmente aggravato i problemi cui i paesi industriali sviluppati hanno dovuto far fronte fin dalla metà degli anni settanta: da un lato, la persistente inflazione accompagnata da un insufficiente sviluppo economico e da tassi di disoccupazione crescenti; dall'altro, gli ampi squilibri nei pagamenti internazionali e l'instabilità dei tassi di cambio. Certo, nel periodo più recente sono stati conseguiti alcuni progressi, peraltro modesti, nella lotta contro l'inflazione e nel risparmio di energia e di petrolio. Inoltre, i disavanzi esterni hanno finora potuto essere finanziati con relativa facilità, contrariamente alle previsioni allarmistiche di due anni orsono. E infine, il Sistema monetario europeo ha costituito un'isola di relativa stabilità in un contesto di ampie fluttuazioni dei tassi di cambio. Tuttavia, i progressi realizzati in ciascuna di queste aree sono precari e, in alcuni casi, hanno dato origine a nuovi problemi assai inquietanti.

Ciò vale, in primo luogo, per la lotta all'inflazione. Da alcuni anni le autorità della maggior parte dei paesi occidentali assegnano a tale obiettivo un ruolo prioritario nella politica economica. Questa loro scelta è senz'altro giusta: gli avvenimenti degli ultimi anni hanno infatti chiaramente dimostrato che nessuno degli altri problemi del mondo economico contemporaneo — in particolare il ristagno produttivo, la disoccupazione e l'instabilità dei cambi — può essere risolto finché non è stato imbrigliato il processo inflazionistico. Inoltre, è ora universalmente riconosciuto che l'inflazione genera numerose ingiustizie, crea distorsioni strutturali e conduce a una cattiva allocazione delle risorse. Tutte ragioni che giustificano pienamente la scelta operata dalle autorità in materia di priorità di politica economica.

D'altro lato si deve ammettere che non altrettanto felice è stata la scelta delle autorità nel fare assegnamento essenzialmente, se non esclusivamente, sulla politica monetaria per combattere l'inflazione. Nella maggior parte dei casi non si è trattato di una scelta deliberata, ma bensì imposta dalle difficoltà pratiche connesse all'attuazione contestuale di altre politiche, quali la politica fiscale, la politica dei redditi, nonché i provvedimenti diretti a promuovere la concorrenza e ad eliminare le rigidità sia nel processo di formazione dei prezzi e dei redditi sia nell'allocazione ottimale dei fattori della produzione. A prescindere dal fatto che si tratti di una libera scelta oppure di un concorso di circostanze, il ricorso preponderante alla politica monetaria nella lotta contro l'inflazione sta comunque creando problemi sempre più seri. Fra questi, tre meritano di essere considerati con particolare attenzione in queste pagine conclusive della Relazione.

Il primo problema concerne gli effetti a breve termine della politica monetaria sul livello dell'attività economica e dell'occupazione. Una politica monetaria antinflazionistica, sia che assuma la forma di un rallentamento nella crescita degli aggregati monetari, di un deliberato innalzamento dei tassi d'interesse, oppure di una contrazione della liquidità, si ripercuote in primo luogo sul livello della spesa globale e quindi su quello dell'attività economica. Questo effetto è difficilmente contestabile. Esso è del resto indispensabile per porre sotto controllo l'inflazione

anche nella situazione, oggi così diffusa, in cui l'inflazione stessa si accompagna al sottoutilizzo del lavoro e degli impianti. Il processo inflazionistico non può continuare a lungo se non è assecondato da una politica monetaria condiscendente; per spezzare questo processo occorre che essa cessi di essere tale.

Si possono tuttavia sollevare dubbi circa la rapidità con cui una politica monetaria restrittiva non fiancheggiata da altri mezzi d'azione riuscirà a rallentare la dinamica dei prezzi. Nelle nostre economie, dove l'inflazione è divenuta un modo di vita, i prezzi e i redditi nominali reagiscono soltanto con lentezza alla comparsa di capacità produttive inutilizzate. In siffatte circostanze vi è da temere che il sottoimpiego debba persistere troppo a lungo prima che si produca un effetto significativo e duraturo sul tasso di crescita dei prezzi. E poiché le implicazioni politiche e sociali di una tale scelta potrebbero divenire intollerabili, vi è il rischio di un prematuro abbandono non soltanto della politica monetaria restrittiva, ma anche di qualsiasi azione antinflazionistica. Una tale decisione implicherebbe per la politica economica un regresso di portata incalcolabile. E' pertanto urgentemente necessario trovare le vie e i mezzi per accelerare l'azione antinflazionistica delle politiche monetarie attualmente in corso.

Data l'importanza del problema, meritano di essere vagliate tutte le vie possibili.

In primo luogo, occorre creare la fiducia nella perseveranza delle autorità per quanto concerne la lotta contro l'inflazione: l'instaurarsi di questa fiducia eserciterà un effetto benefico sulle aspettative inflazionistiche e, quindi, sulla formazione dei prezzi e sulla crescita dei redditi nominali. A questo scopo possono svolgere un ruolo efficace la fissazione e il conseguimento di obiettivi monetari, siano essi un'ordinata crescita degli aggregati o la stabilità dei tassi di cambio, e così pure il mantenimento di tassi d'interesse positivi in termini reali. Tuttavia, l'azione sul piano monetario andrebbe necessariamente rafforzata da altre manifestazioni di fermezza, fra cui la principale dovrebbe essere senza dubbio una riduzione del disavanzo pubblico. La persistenza di un ampio fabbisogno finanziario del settore pubblico pregiudica in particolar modo la fiducia nella risolutezza delle autorità a perseguire fino in fondo una politica antinflazionistica; e ciò può essere vero anche in presenza di buoni risultati nel conseguimento degli obiettivi monetari.

In secondo luogo, si dovranno affrontare, per ogni singolo mercato, tutte le rigidità a causa delle quali una crescita della domanda si traduce rapidamente in un aumento dei prezzi, allorché una crescita dell'offerta determina dapprima capacità inutilizzate e soltanto tardivamente, semmai, una flessione dei prezzi. Vi sono stati numerosi riconoscimenti verbali della necessità di mercati più concorrenziali, ma di fatto ben poco è stato compiuto al fine di assicurare i presupposti di mercato per il ritorno a una crescita economica non inflazionistica. In questo contesto le iniziative per accrescere la mobilità del lavoro sono essenziali per un migliore adeguamento dell'offerta alla domanda.

Infine, non dovrebbe essere escluso il ricorso a una politica dei redditi di natura appropriata, basata sul consenso piuttosto che sulla coercizione. Non si può negare che in passato le politiche dei redditi hanno conosciuto insuccessi; ma in molti casi esse hanno fallito poiché sono state riguardate come alternativa all'ortodossia monetaria, anziché come strumento ad essa complementare. E' in

virtù di questo secondo tipo d'impostazione che il deliberato contenimento della dinamica dei redditi ha dato risultati soddisfacenti in diversi paesi, e segnatamente in quelli che hanno ottenuto i maggiori successi nel contenere l'inflazione. E' questa pura coincidenza?

Altri problemi sono sorti poiché in molti casi una politica monetaria restrittiva coesiste accanto a un ampio disavanzo del settore pubblico. Ciò è tanto più preoccupante in quanto nella maggior parte dei paesi occidentali il disavanzo è persistito in tempi recenti anche negli anni di più soddisfacente crescita economica. La necessità di una stretta monetaria in presenza di un disavanzo del settore pubblico pone le autorità monetarie di fronte a un'alternativa i cui termini sono in egual misura inaccettabili. Da un lato, esse possono rassegnarsi a finanziare il disavanzo con mezzi monetari, accettando implicitamente di non neutralizzarne l'impatto espansivo. In questo caso eviteranno, quanto meno nel breve periodo, un aumento eccessivo dei tassi d'interesse, ma pregiudicheranno in pari tempo le possibilità di successo della loro politica antinflazionistica. Dall'altro, le autorità possono rifiutare la via del finanziamento monetario, determinando così una rarefazione di fondi sui mercati finanziari e un forte aumento dei tassi d'interesse. Poiché la spesa del settore pubblico è tradizionalmente anelastica in rapporto ai tassi d'interesse, l'intero onere della politica monetaria restrittiva ricadrà sul settore privato e, in primo luogo, sugli investimenti delle imprese. Ne conseguirà un rallentamento nella formazione di capitale fisso, e quindi un'erosione del potenziale di crescita. Verrebbero così compromesse, anche nel lungo periodo, le possibilità di riassorbire la disoccupazione.

In tali circostanze sarebbe altresì assai difficile adeguare l'apparato produttivo dei paesi consumatori di petrolio allo straordinario rincaro di questa materia prima. Senza una crescita degli investimenti non sono concepibili aggiustamenti fondamentali ai ricorrenti shock petroliferi. Sia la sostituzione del petrolio con fonti energetiche alternative, sia il risparmio in assoluto di energia richiedono ingenti investimenti. Sarebbe inoltre necessario rimpiazzare i beni strumentali resi obsoleti dallo spettacolare aumento del prezzo relativo dell'energia. Ma in quasi tutti i paesi industriali la redditività delle imprese è attualmente a livelli molto più bassi che nel periodo anteriore alla prima crisi petrolifera. In queste condizioni, già di per sé difficili, la presenza di tassi d'interesse reali eccessivi graverebbe in modo intollerabile sull'attività di investimento. Di qui l'urgenza di modificare l'attuale combinazione delle politiche, riducendo il fabbisogno di finanziamento del settore pubblico.

Infine, l'introduzione di nuovi metodi di controllo monetario ha creato un terzo ordine di problemi. La sperimentazione in quest'area è stata la naturale conseguenza del ruolo centrale assegnato alla gestione della moneta nella lotta contro l'inflazione. La politica monetaria ha la possibilità di svolgere con successo tale ruolo soltanto conferendo credibilità all'impegno delle autorità di perseverare nella loro lotta all'inflazione; ciò comporta l'osservanza di obiettivi "intermedi" espressi in termini di tassi di crescita monetaria, di stabilità del tasso di cambio o di una combinazione di entrambi. La capacità delle autorità di conseguire tali obiettivi "intermedi" assume pertanto un'importanza direttamente proporzionale a quella attribuita alla politica monetaria nella lotta contro l'inflazione. Ciò spiega la ricerca di efficaci tecniche di controllo.

Questa ricerca è senza dubbio giustificata e va incoraggiata. Ma è necessario evitare certe insidie, come il perseguimento di obiettivi troppo ambiziosi e quindi irrealizzabili, il perturbamento dell'attività delle istituzioni e dei mercati finanziari e la creazione di problemi a livello dell'economia internazionale.

E' negli Stati Uniti che la sperimentazione di nuove tecniche di controllo monetario si è spinta più lontano. Nell'ottobre 1979 le autorità americane hanno abbandonato la pratica di stabilire come obiettivo operativo una ristretta fascia di oscillazione dei tassi sui Federal funds, e da allora esse mirano a controllare la crescita della massa monetaria regolando il volume delle riserve a disposizione del sistema bancario. Nel contempo il tasso sui Federal funds ha oscillato liberamente nell'ambito di un intervallo assai più ampio.

Non è possibile formulare un giudizio definitivo circa i vantaggi e gli inconvenienti di questa tecnica sulla base di un'esperienza di diciotto mesi, in un periodo caratterizzato da un ciclo congiunturale breve ma assai pronunciato e da una straordinaria accelerazione nel ritmo delle innovazioni nella tecnica finanziaria. Si impone tuttavia una duplice considerazione: in questo lasso di tempo le oscillazioni dei tassi d'interesse a breve sono state eccezionalmente ampie e frequenti, mentre il tasso di espansione degli aggregati monetari non pare aver acquistato una maggiore stabilità. L'obiettivo perseguito — ossia la più stretta osservanza degli itinerari di crescita monetaria nell'arco di brevi periodi — era forse troppo ambizioso? Oppure questi risultati rispecchiano semplicemente gli inevitabili inconvenienti connessi al rodaggio di un più energico approccio quantitativo di politica monetaria? Probabilmente si è trattato di una combinazione di ambedue i fattori. Evidentemente vi sono limiti al conseguimento di precisi obiettivi a breve termine. Le imperfezioni statistiche, le rapide innovazioni finanziarie e variazioni, spesso ampie e inattese, nella domanda di moneta sono argomenti che depongono a sfavore di una ricerca della perfezione nel controllo degli aggregati monetari. L'esperienza maturata nei paesi che si prefiggono obiettivi monetari induce a ritenere che questi possono essere rispettati soltanto in un arco temporale di alcuni trimestri. Resta comunque il fatto che le forti oscillazioni e l'instabilità nel breve periodo dei tassi d'interesse hanno ripercussioni negative.

In primo luogo, sul piano dell'economia interna: le brusche fluttuazioni dei tassi d'interesse possono indurre gli operatori economici — che, a torto o a ragione, desumono pur sempre le intenzioni delle autorità dal livello e dai movimenti di questi tassi — a trarre errate conclusioni circa l'orientamento generale della politica monetaria. Tali fluttuazioni possono altresì causare notevoli problemi di gestione agli intermediari finanziari per effetto delle ripetute inversioni della curva dei rendimenti. Inoltre, esse possono aggravare il clima di incertezza che di per sé circonda l'evoluzione dei tassi d'interesse a lungo termine durante un periodo di inflazione, con la possibile conseguenza di perturbare il mercato obbligazionario e quindi di deprimere l'attività di investimento.

Ma le difficoltà determinate dalla fluttuazione dei tassi d'interesse a breve negli Stati Uniti presentano altresì aspetti internazionali. Questi movimenti sono in effetti responsabili della forte instabilità del tasso di cambio del dollaro rispetto alle monete europee dagli inizi del 1980. Soltanto la sterlina e lo yen si sono sottratti in certa misura a questa influenza, in quanto per queste monete hanno prevalso fattori di natura particolare.

I movimenti dei tassi di cambio indotti dalle ampie oscillazioni dei tassi d'interesse a breve costituiscono un'eventuale fonte di problemi poiché possono mascherare per un certo periodo l'azione di fattori "fondamentali", fra cui in primo luogo i tassi relativi d'inflazione. I tassi d'interesse a breve possono avere un influsso determinante sui tassi di cambio, sia a causa dell'ampiezza dei differenziali che può derivare dalla loro evoluzione, sia perché essi inducono gli operatori economici a rivedere il proprio giudizio sull'indirizzo della politica monetaria, sia infine per la presenza congiunta di questi due aspetti. Ma questo influsso non può durare indefinitamente. Le aspettative finiscono per conformarsi ai fatti osservati e nel lungo periodo tenderà a prevalere il peso dei tassi relativi d'inflazione, provocando a sua volta nuovi assestamenti dei tassi di cambio.

Coloro i quali considerano le ampie fluttuazioni dei tassi di cambio causa di gravi difficoltà — e questa tesi trova molti sostenitori nelle economie europee fortemente dipendenti dal commercio con l'estero — si prefigurano questa concatenazione di fatti allorché esprimono la loro inquietudine nei confronti di tecniche operative che assegnano deliberatamente ai tassi d'interesse un ruolo puramente residuale.

Sulla base dei problemi ora esposti, quali sono le conclusioni che da queste considerazioni si possono trarre nell'ottica di un'istituzione monetaria internazionale?

E' innegabile che sia nei paesi più importanti, sia nelle economie minori, vanno affrontate anzitutto le responsabilità sul piano interno, in special modo quella di prevenire e di combattere l'inflazione. Tuttavia, in un periodo in cui l'economia mondiale è già oberata da gravi squilibri nei pagamenti come quelli derivanti dal secondo shock petrolifero, è tanto più necessario che, indipendentemente dal tipo di azione intrapresa a livello nazionale, si presti sufficiente attenzione agli effetti prodotti sul resto del mondo. E certamente ciò vale non soltanto per gli Stati Uniti. La correzione di questi squilibri e la simultanea riduzione del tasso d'inflazione richiedono un elevato grado di cooperazione internazionale.

In effetti tale cooperazione può essere considerata come il baluardo più valido contro il ripetersi di situazioni analoghe a quelle vissute negli anni trenta, che portarono alla disgregazione dell'economia mondiale. I segni ammonitori sono scritti a chiare lettere. Il mondo occidentale sta già pagando un alto prezzo per aver tollerato troppo a lungo un tasso d'inflazione troppo alto. E questo prezzo diverrebbe ben più elevato se nell'attuale fase decisiva dovesse essere minata la fiducia nell'efficacia della cooperazione internazionale.

GÜNTHER SCHLEIMINGER
Direttore Generale

**BILANCIO E CONTO PROFITTI E PERDITE
AL 31 MARZO 1981**

BILANCIO AL

ATTIVO

(Prima e dopo la ripartizione)

	Franchi oro
Oro	5.436.941.670
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	15.977.519
Buoni del Tesoro	225.598.456
Depositi vincolati e anticipazioni	
In oro	
Fino a 3 mesi	22.379.031
Ad oltre 3 mesi	18.479.254
In valute	
Fino a 3 mesi	9.445.189.964
Ad oltre 3 mesi	<u>3.330.855.371</u>
	12.816.903.620
Altri titoli	
Fino a 3 mesi	446.588.968
Ad oltre 3 mesi	<u>639.640.880</u>
	1.086.229.848
Partite varie	144.594.448
Terreno, immobili ed arredi	1
	<u><u>19.726.245.562</u></u>
<p>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.</p> <p>Nota 2: Al 31 marzo 1981 il saldo in oro da consegnare contro valute per operazioni a termine ammontava a 134.494.016 franchi oro.</p>	

31 MARZO 1981

dell'utile netto dell'esercizio)

PASSIVO

	Prima della ripartizione	Dopo la ripartizione
	Franchi oro	Franchi oro
Capitale		
Autorizzato: 600.000 azioni di 2.500 franchi oro ciascuna	1.500.000.000	
Emesso: 473.125 azioni	1.182.812.500	
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	397.152.793	417.152.793
Fondo speciale di riserva per i dividendi	17.530.055	19.530.055
Fondo di riserva libero	146.730.236	174.730.236
	591.483.397	641.483.397
Depositi (in oro)		
Banche centrali		
A vista	4.614.107.305	
Fino a 3 mesi	30.220.844	
Ad oltre 3 mesi	3.874.483	
Altri depositanti		
A vista	33.082.685	
	4.681.285.317	4.681.285.317
Depositi (in valute)		
Banche centrali		
A vista	262.631.415	
Fino a 3 mesi	11.614.019.644	
Ad oltre 3 mesi	1.906.371.697	
Altri depositanti		
A vista	13.307.359	
Fino a 3 mesi	57.131.186	
Ad oltre 3 mesi	4.503.559	
	13.857.964.860	13.857.964.860
Partite varie	232.804.254	232.804.254
Conto profitti e perdite	67.004.609	—
Dividendo pagabile il 1° luglio 1981	—	17.004.609
	<u>19.726.245.562</u>	<u>19.726.245.562</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 1981, 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, 29 aprile 1981

PRICE WATERHOUSE & CO.

CONTO PROFITTI E PERDITE
per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1981

	<u>Franchi oro</u>
Interessi netti e altri redditi	85.112.062
meno: Spese di amministrazione:	
Consiglio di amministrazione	204.611
Direzione e personale	12.018.696
Funzionamento degli uffici e altre spese	<u>4.826.815</u>
	<u>17.050.122</u>
Risultato netto di gestione	68.061.940
meno: Importo devoluto all'Accantonamento per spese straordinarie di amministrazione	<u>1.057.331</u>
Utile netto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1981	67.004.609
 Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale ordinaria di ripartire l'utile netto, in base all'articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:	
Dividendo: 135 franchi svizzeri per azione su 473.125 azioni	<u>17.004.609</u> <u>50.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva generale	<u>20.000.000</u> <u>30.000.000</u>
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi	<u>2.000.000</u> <u>28.000.000</u>
Trasferimento al Fondo di riserva libero	<u>28.000.000</u>
	<u> </u>

VARIAZIONI DELLE RISERVE DELLA BANCA
nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 1981

in franchi oro

I. Evoluzione dei Fondi di riserva in seguito agli accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1980-81

	<u>Fondo di riserva legale</u>	<u>Fondo di riserva generale</u>	<u>Fondo speciale di riserva per i dividendi</u>	<u>Fondo di riserva libero</u>
Consistenza al 1° aprile 1980, dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 1979-80	30.070.313	397.152.793	17.530.055	146.730.236
più: accantonamenti relativi all'esercizio finanziario 1980-81	-	<u>20.000.000</u>	<u>2.000.000</u>	<u>28.000.000</u>
Consistenza al 31 marzo 1981, come da Bilancio	<u>30.070.313</u>	<u>417.152.793</u>	<u>19.530.055</u>	<u>174.730.236</u>

II. Il Capitale versato ed i Fondi di riserva al 31 marzo 1981 (dopo gli accantonamenti) erano rappresentati da:

	<u>Capitale versato</u>	<u>Riserve</u>	<u>Totale</u>
Attività nette in			
Oro	295.703.125	366.317.497	662.020.622
Valute	-	<u>275.165.900</u>	<u>275.165.900</u>
	<u>295.703.125</u>	<u>641.483.397</u>	<u>937.186.522</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
Gabriel Lefort, Parigi, oppure
Jacques Waitzenegger, Parigi
A.D. Loehnis, Londra, oppure
M.J. Balfour, Londra
Dott. Mario Sarcinelli, Roma, oppure
Dott. Giovanni Magnifico, Roma

DIREZIONE

Dott. Günther Schleiminger	Direttore Generale
Prof. Alexandre Lamfalussy	Condirettore Generale, Consigliere Economico
R. T. P. Hall	Capo del Dipartimento bancario
Dott. Giampietro Morelli	Segretario Generale, Capo di Dipartimento
Maurice Toussaint	Direttore
Prof. Dott. F. E. Klein	Consigliere Giuridico, Direttore
Dott. Warren D. McClam	Direttore
M. G. Dealtry	Direttore
Rémi Gros	Direttore

Robert Chaptinel	Direttore Supplente
R. G. Stevenson	Condirettore
André Bascoul	Condirettore
Paul A. Hauser	Condirettore
Joachim Mix	Condirettore
Dott. H. W. Mayer	Condirettore
Jean Vallet	Condirettore
Kevin J. Kearney	Condirettore
Dott. Kurt Spinnler	Condirettore